

**ANALISIS REAKSI PASAR ATAS
PENGUMUMAN DIVIDEN SEBELUM DAN
SESUDAH *EX-DIVIDEND DATE*
(Studi Kasus pada Kelompok *Cash Dividend Final*
Naik dan Turun pada Perusahaan-perusahaan
yang Terdaftar di BEJ Tahun 2004-2006)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**GALIH ANINDHITA
NIM C2A305017**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2010**

PENGESAHAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Galih Anindhita

Nomor Induk Mahasiswa : C2A305017

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/ Manajemen

Judul Skripsi : ANALISIS REAKSI PASAR ATAS
PENGUMUMAN DIVIDEN SEBELUM
DAN SESUDAH EX-DIVIDEND DATE
(STUDI KASUS PADA KELOMPOK
CASH DIVIDEND FINAL NAIK DAN
TURUN PADA PERUSAHAAN-
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI
BEJ TAHUN 2004-2006)

Dosen Pembimbing : Drs. H. M. Kholiq Mahfud, MSi

Semarang, 30 Agustus 2010

Dosen Pembimbing,

(Drs. H. M. Kholiq Mahfud, MSi)

NIP. 19570811 198503 1003

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa skripsi dengan judul :

“ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN DIVIDEN SEBELUM DAN SESUDAH EX-DIVIDEND DATE (STUDI KASUS PADA KELOMPOK CASH DIVIDEND FINAL NAIK DAN TURUN PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEJ TAHUN 2004-2006)”

Yang dibuat untuk memenuhi sebagai syarat memperoleh derajat Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, sejauh yang saya ketahui bukan merupakan tiruan atau duplikasi dari skripsi yang sudah dipublikasikan dan pernah dipakai untuk mendapatkan gelar kesarjanaan di lingkungan Universitas Diponegoro Semarang atau instansi manapun, kecuali bagian yang sumber informasinya saya cantumkan sebagaimana mestinya.

Semarang, 29 Agustus 2010

Yang menyatakan,

Galih Anindhita

C2A305017

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

“Sesungguhnya Allah tidak merubah keadaan sesuatu kaum sehingga mereka merubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri...”

----QS Ar Ra'du :11----

PERSEMBAHAN

Skripsi ini kupersembahkan sebagai rasa cinta dan terima kasihku kepada keluargaku dan calon keluargaku.

ABSTRAKSI

Kondisi pergerakan harga ekuitas di pasar modal Indonesia yang berfluktuasi relatif tinggi dipengaruhi oleh beberapa faktor, salah satunya adalah pengumuman pembagian dividen. Informasi tentang naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan merupakan salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi para investor.

Dalam penelitian ini, akan dianalisis apakah ada reaksi *return* saham yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen tepatnya pada waktu *ex-dividend date* terhadap perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2004-2006. Adapun variabel yang digunakan pada penelitian adalah *abnormal return*, *actual return*, *expected return*, *market return* dengan metode *Market Model* dalam penghitungan *abnormal return* yang kemudian diuji dengan pengujian t (t-test). Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder dan teknik sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu penentuan pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang ditetapkan. Jumlah sampel sebanyak 87 perusahaan.

Dari analisis dan penelitian yang dilakukan, hasil pengujian perbandingan *average abnormal return (AAR)* saham pada kelompok dividen turun terdapat reaksi yang signifikan dari investor selama 2 hari di seputar pengumuman dividen turun, yaitu tepat pada hari saat pengumuman *ex dividen* turun dilakukan, dengan nilai t sebesar $-0,596$ dengan signifikansi sebesar $0,555$. Nilai signifikansi di atas $0,05$ menunjukkan tidak adanya perbedaan AAR yang signifikan. Sementara hasil pengujian perbandingan pada kelompok dividen naik, didapat adanya reaksi yang signifikan selama 5 hari yaitu pada saat $t-10$, $t-9$, $t-6$, t_0 dan $t+5$ yang semuanya berupa reaksi negatif. Sewaktu 15 hari periode sebelum pengumuman dengan 15 hari periode sesudah pengumuman menunjukkan nilai t sebesar $-2,876$ dengan signifikansi sebesar $0,006$. Nilai signifikansi di bawah $0,05$ menunjukkan adanya perbedaan *average abnormal return (AAR)* yang signifikan. Maka diperoleh kesimpulan bahwa pengumuman dividen turun hanya memberikan reaksi yang singkat terhadap investor sedangkan pada pengumuman dividen naik investor justru memberikan reaksi negatif.

Kata kunci: *Pengumuman Dividen, Return Saham, Ex-Dividend Date, Cash Dividend Final*

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim

Dengan mengucapkan syukur Alhamdulillah, Segala puji bagi Allah SWT atas berkah dan rahmatNya sehingga skripsi ini yang berjudul Analisis Reaksi Pasar Atas Pengumuman Dividen Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* (Studi Kasus pada Kelompok *Cash Dividend Final* Naik dan Turun pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di BEJ Tahun 2004-2006) akhirnya dapat terselesaikan.

Skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi persyaratan kelulusan studi program sarjana atau jenjang Strata 1 (S1) pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, disamping untuk mencoba mengaplikasikan apa yang telah dipelajari di bangku kuliah melalui penyusunan karya ilmiah ini.

Banyak sekali pihak yang terlibat dan telah turut membantu baik fisik maupun spirituil dalam penyelesaian skripsi ini, karenanya pada kesempatan ini tidak lupa penulis sampaikan terima kasih kepada:

1. Bapak Dr. H. M. Chabachib, M.Si, Akt selaku Dekan Fakultas Ekonomi Undip.
2. Bapak Drs. H. M. Kholiq Mahfud, MSi selaku dosen pembimbing skripsi yang telah banyak membantu, meluangkan waktu dan membimbing dengan sabar hingga selesai.
3. Bapak Mung Paryono, Mas Imam dan Mas Shidik.
4. Papah, Mamah, dan Adek atas doanya.

5. Mas Yan “Weh” yang telah sabar menunggu. Terimakasih atas dukungan dan pengertiannya.
6. Mbak Didin, karena saling mendukung, semoga perjuangan ini tidak sia-sia.
7. Indah, karena selalu siap sedia menjadi dosen pembimbing bayangan.
8. Ida, atas tenaga, waktu dan perhatiannya.
9. Mas Yayan Pojok BEJ FE Undip 2007. Terimakasih atas bantuannya.
10. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari banyak sekali kekurangan dalam penyusunan skripsi ini karena terbatasnya waktu, pengetahuan dan kemampuan, untuk itu penulis sangat mengharap kritik dan saran yang membangun dari pembaca untuk menambah wawasan dan pengetahuan. Harapan penulis, semoga hasil jerih payah ini dapat memberikan suatu manfaat bagi siapa saja yang membacanya.

Semarang, Agustus 2010

Penulis,

Galih Anindhita

DAFTAR ISI

	Halaman
Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Pernyataan Keaslian Skripsi	iii
Motto dan Persembahan	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
 Bab I Pendahuluan	 1
1.1 Latar Belakang masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	7
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	8
1.3.1 Tujuan Penelitian	8
1.3.2 Kegunaan Penelitian	9
1.4 Sistematika Penulisan	11
 Bab II Landasan Teori	 12
2.1 Dividen.....	12
2.1.1 Jenis Dividen	12
2.1.2 Kebijakan Dividen	14
2.1.3 Prosedur Pembagian Dividen	18
2.2 Saham	20
2.2.1 Harga Saham	21
2.2.2 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	24
2.3 Return Saham	25
2.3.1 Return Realisasi	25
2.3.2 Return Ekspektasi	27
2.3.3 Abnormal Return (AR)	28
2.3.4 Average Abnormal Return (AAR)	29
2.3.5 Cumulative Abnormal Return (CAR)	29
2.3.6 Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)	30
2.4 Studi Peristiwa	31
2.5 Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham	32
2.6 Penelitian Terdahulu	33
2.7 Kerangka Pemikiran Teoritik	37
2.8 Hipotesis Penelitian	39
 Bab III Metode Penelitian	 40
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	40
3.1.1 Variabel Penelitian	40
3.1.2 Definisi Operasional	40

3.2	Populasi dan Sampel	43
3.3	Jenis dan Sumber Data	44
3.3.1	Jenis Data	44
3.3.2	Sumber Data	44
3.4	Metode Pengumpulan Data	45
3.5	Metode Analisis Data	46
3.5.1	Uji Statistik Deskriptif	51
3.6	Pengujian Hipotesis	51
Bab IV	Hasil Penelitian	53
4.1	Deskripsi Obyek Penelitian	53
4.2	Analisis Data	54
4.2.1	Return Saham	54
4.2.2	Abnormal Return	56
4.2.3	Pengujian Hipotesis	58
4.2.3.1	Pengujian Hipotesis 1	58
4.2.3.2	Pengujian Hipotesis 2	60
4.3	Pembahasan	63
Bab V	Penutup	65
5.1	Kesimpulan	65
5.2	Keterbatasan Penelitian	66
5.3	Saran	66
	Daftar Pustaka	67
	Lampiran	70

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Data Rata-rata Pembagian <i>Cash Dividen Final</i> Tahun 2004-2006 ..	3
Tabel 2.1	Matrik Penelitian Terdahulu	36
Tabel 4.1	Jumlah Perusahaan Sampel	53
Tabel 4.2	<i>Average Abnormal Return (AR)</i> Saham pada 15 Hari Sebelum Pengumuman Dividen Hingga 15 Hari Sesudah Pengumuman Dividen	56
Tabel 4.3	<i>Abnormal Return</i> Saham pada Rata-Rata Hari t-15 Sebelum Pengumuman Hingga t+15 Sesudah Pengumuman Dividen Turun	58
Tabel 4.4	Uji Beda <i>Abnormal Return</i> Saham pada 15 Hari Periode Sebelum Pengumuman dengan 15 Hari Periode Sesudah Pengumuman Pengamatan Pengumuman Dividen Turun	60
Tabel 4.5	<i>Abnormal Return</i> Saham pada Rata-Rata Hari t-15 Sebelum Pengumuman Hingga t+15 Sesudah Pengumuman Dividen Naik	61
Tabel 4.6	Uji Beda <i>Abnormal Return</i> Saham pada 15 Hari Periode Sebelum Pengumuman dengan 15 Hari Periode Sesudah Pengumuman Pengamatan Pengumuman Dividen Naik	62

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Pemikiran Teoritik	39
Gambar 3.1	Periode Waktu Penelitian (<i>Estimation and Event Period</i>)	47
Gambar 4.1	Perubahan <i>Return</i> Saham pada Pengumuman Dividen Turun ...	54
Gambar 4.2	Perubahan <i>Return</i> Saham pada Pengumuman Dividen Naik	55
Gambar 4.3	<i>Abnormal Return</i> Saham pada 15 Hari Sebelum Hingga 15 Hari Sesudah Pengumuman Dividen Naik dan Dividen Turun	57

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A1	Data Perusahaan Sampel Kelompok Dividen Turun.....	70
Lampiran A2	Data Perusahaan Sampel Kelompok Dividen Naik	71
Lampiran B1	Tabel Closing Price Kelompok Dividen Turun	72
Lampiran B2	Tabel Abnormal Return Saham Periode Jendela Kelompok Dividen Turun	73
Lampiran C1	Tabel Closing Price Kelompok Dividen Naik	74
Lampiran C2	Tabel Abnormal Return Saham Periode Jendela Kelompok Dividen Naik	75

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Kemajuan perekonomian suatu negara salah satunya dapat direfleksikan oleh aktivitas pasar modal yang ada di negara tersebut. Hal ini didasarkan pada fungsi pasar modal sebagai prasarana transaksi modal yang dapat mempengaruhi pembangunan ekonomi suatu negara. Efisiensi pasar modal sebagai salah satu faktor penentu keberhasilan pengembangan pasar modal perlu mendapat kajian yang serius, karena dengan pengembangan pasar modal yang efisien akan semakin meningkatkan kepercayaan para pemodal domestik maupun luar negeri dalam melakukan investasi di pasar modal.

Sebagai pasar yang sedang berkembang (*emerging market*), pergerakan harga ekuitas di pasar modal Indonesia berfluktuasi relatif tinggi. Kondisi tersebut dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain informasi luar perusahaan (*eksternal*), serta informasi internal perusahaan, termasuk didalamnya adalah pengumuman pembagian dividen. Pengumuman pembagian dividen merupakan salah satu *corporate action* yang berasal dari intern emiten, yang juga merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi investor untuk berinvestasi. Husnan (1993) menyatakan, dalam kondisi di mana investor dihadapkan pada ketidakpastian hasil investasi, maka penggunaan dividen sebagai suatu indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan merupakan hal yang diterima karena

dividen menurut laporan akuntansi bisa dipengaruhi oleh metode perlakuan akuntansi yang berbeda.

Di samping itu, pengumuman dividen juga mengandung informasi mengenai persepsi manajemen tentang prospek perusahaan di masa yang datang, yaitu jika dikaitkan dengan keuntungan yang diharapkan perusahaan serta aliran kas untuk membayar dividen. Informasi tentang naik-turunnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan merupakan salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi para investor, karena dalam informasi tersebut mengandung muatan informasi yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh suatu perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini disebabkan, dalam kondisi di mana investor dihadapkan pada ketidakpastian yang tinggi terhadap hasil kerja investasinya, maka informasi naik-turunnya dividen tunai dapat dijadikan indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Pemikiran ini timbul karena manajemen pada umumnya tidak akan mengambil risiko dengan membayar dividen yang tinggi pada suatu waktu tertentu bila menurut estimasi mereka perusahaan tidak mampu mempertahankannya di masa yang akan datang. Oleh karena itu, adanya kenaikan dividen dapat ditafsirkan sebagai tanda optimis pihak manajemen sehubungan dengan keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Demikian pula penurunan dividen dapat ditafsirkan sebagai penurunan keuntungan di masa yang akan datang. Pembagian dividen kepada pemegang saham juga menyebabkan posisi kas suatu perusahaan semakin berkurang. Hal ini mengakibatkan *leverage*

(rasio antara hutang terhadap ekuitas) akan semakin besar. Dampak yang timbul adalah para pelaku pasar akan berpikiran negatif terhadap perusahaan.

Berikut adalah data rata-rata besarnya dividen yang dibagikan kepada para investor pada tahun 2004 sampai dengan tahun 2006:

Tabel 1.1

Data Rata-Rata Pembagian Dividen Final Tahun 2004 – 2006

Tahun	Jumlah <i>Cash Dividend Final</i> (Rp)	Jumlah perusahaan	Rata-rata <i>Cash</i> <i>Dividend Final</i> (Rp)
2004	21.272,8713	153	139,0384
2005	15.570,1313	142	109,6488
2006	18.308,6639	137	133,6399

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dalam teori *Efficiency Market Hypothesis*, harga saham bereaksi terhadap informasi yang ada (Ang, 1997), termasuk didalamnya adalah informasi tentang pembagian dividen. Informasi tentang pembagian dividen dipercaya akan dapat mempengaruhi perilaku harga saham di bursa akibat aksi investor yang menginginkan keuntungan dari kejadian tersebut. Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya menunjukkan bahwa return saham bereaksi terhadap pengumuman dividen dilihat dari besarnya dividen yang dibagikan (Sularso, 2003). Reaksi tersebut terjadi khususnya pada hari-hari di sekitar tanggal *ex-dividend* yang merupakan tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya (Ang, 1997). Dalam penjelasannya Sularso (2003) menyatakan, bahwa pada saat *ex-dividend date* investor pada umumnya memprediksikan, bahwa pembagian dividen akan berdampak pada harga saham. Prediksi ini didasarkan pada pemikiran logis, bahwa investor telah kehilangan hak atas return dari dividen. Investor yang berkeinginan mendapat keuntungan,

cenderung akan memilih untuk tidak berada dalam posisi beli (*long position*). Dengan demikian harga saham tersebut akan mengalami penurunan sebanding dengan nilai dari return yang telah hilang. Adanya pemikiran tersebut akan mendorong harga atau nilai saham di pasar mengalami penurunan sampai mendekati nilai saat dividen diumumkan (Gitman, 2000). Husnan (1998) juga menjelaskan bahwa investor pada saat *ex-dividend date* secara otomatis akan berpikir bahwa pembagian dividen akan memberikan dampak pada harga saham. Pada pemikiran pertama, investor yang berkeinginan mendapat keuntungan dari *capital gain*, lebih memilih untuk tidak membeli saham tersebut. Dengan demikian harga saham tersebut akan mengalami penurunan sebanding dengan nilai dari *return* yang telah hilang. Sedangkan pada pemikiran kedua, investor melihat bahwa apabila perusahaan mengeluarkan sejumlah uang untuk membayar dividen kepada pemegang saham, maka akan mempengaruhi *cash flow* perusahaan yang nantinya dapat mengganggu operasi perusahaan. Apabila dana yang dikeluarkan bisa mengganggu jalannya operasi, otomatis dapat juga menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Adanya dua pemikiran tersebut secara logika akan mendorong harga atau nilai saham di pasar mengalami penurunan.

Penelitian yang berkaitan dengan pengujian reaksi pasar atas *ex-dividend date* dan pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen telah banyak dilakukan baik di Amerika maupun di Indonesia, diantaranya adalah Pettit (1972) dan Aharony dan Swary (1980) yang mengamati reaksi pasar terhadap berbagai pengumuman pembayaran dividen seperti kebijakan

pembayaran dividen yang tetap, kebijakan pembayaran dividen yang naik, dan kebijakan pembayaran dividen yang turun (Kartini, 2001). Dari semua hasil penelitian tersebut menemukan bukti adanya kandungan informasi dividen. Sementara beberapa peneliti lain seperti Watt (1976), Ang (1975) dan Gonedes (1978) tidak menemukan adanya bukti adanya kandungan informasi dividen. Menurut Siaputra dan Atmadja (2006), penelitian yang mengkaji masalah pengaruh *ex-dividend date* terhadap perubahan harga saham juga pernah diteliti oleh French dan Moon (1999), yang menghitung variansi return saham pada saat *declaration date* dan *ex-dividend date*, menemukan adanya kenaikan variansi yang signifikan pada *ex-dividend date*. Prasetyono (2000) menyimpulkan bahwa peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan, khususnya untuk kelompok dividen naik. Namun untuk kelompok dividen turun, peristiwa pengumuman dividen menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan. Kenyataan ini memberikan arti bahwa naiknya dividen tunai yang dibagikan tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang, sedangkan turunnya dividen tunai yang dibagikan cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek menurunnya pendapatan emiten di masa yang akan datang. Sementara penelitian Kartini (2001) menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang meningkat maupun dividen yang menurun.

Campbell and Beranek's (1995) menyatakan bahwa pembagian dividen tunai kepada pemegang saham akan menyebabkan harga saham jatuh pada waktu *ex-dividend date*. Pemikiran ini disebabkan karena investor telah kehilangan hak atas *return* dari dividen dan melihat prospek ke depan perusahaan yang membagi dividen. Apabila pembayaran dividen semakin besar, secara keseluruhan posisi modal akan menurun. Hal ini terlihat dari munculnya hubungan yang berbanding terbalik antara dividen dengan modal sendiri. Semakin besar dividen yang dibayar akan mengurangi besarnya laba ditahan, sehingga posisi modal perusahaan akan turun. Hal ini membuat investor berpikiran negatif sehingga harga saham perusahaan tersebut pada saat *ex-dividend date* mengalami penurunan, sehingga terjadi *abnormal return* yang negatif. Lebih lanjut, Michaely dan Villa (1995) juga menyimpulkan bahwa harga saham jatuh pada waktu *ex-dividend date*, heterogenitas dan volume penjualan saham juga mengalami penurunan yang cukup drastis pula.

Melihat hasil tersebut paling tidak telah memberikan suatu gambaran tentang adanya pengaruh berbeda-beda yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen pada waktu *ex-dividend date*. Berdasarkan temuan yang berbeda dari penelitian-penelitian di atas, penulis memandang bahwa masih diperlukan adanya dukungan teori atas fenomena *ex-dividend date* ini. Selain itu penelitian ini juga ingin melihat bagaimana fenomena *ex-dividend date* pada kondisi pasar modal di Indonesia. Oleh karena itu, fokus penelitian ini akan menguji pengaruh yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen terhadap *return* saham pada waktu *ex-dividend date* di Bursa Efek Jakarta (selanjutnya BEJ), apakah emiten BEJ

menggunakan informasi pengumuman dividen untuk melakukan keputusan investasi. Peneliti akan menguji secara empiris reaksi pasar atas pengumuman dividen pada saat sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dan reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen. Sehingga judul penelitian ini adalah : **“ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN DIVIDEN SEBELUM DAN SESUDAH *EX-DIVIDEND DATE* (Studi Kasus pada Kelompok *Cash Dividend Final* Naik dan Turun pada Perusahaan-perusahaan yang Terdaftar di BEJ Tahun 2004-2006)”**

1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah penelitian ini adalah adanya bukti empiris perbedaan hasil-hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen terhadap perubahan *return* saham pada waktu *ex-dividend date* diantaranya, Siaputra dan Atmadja (2006) yang menemukan adanya perbedaan perubahan harga saham yang signifikan sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Mayoritas harga saham akan mengalami penurunan setelah *ex-dividend date*. Sularso (2003) menyimpulkan bahwa pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham ditunjukkan dengan masih diperolehnya *abnormal return* pada sekitar tanggal *ex-dividend date*. Kesimpulan secara rinci yaitu adanya reaksi negatif harga saham terhadap informasi *ex-dividend date* pada pengumuman dividen naik dan adanya reaksi positif harga saham terhadap informasi *ex-dividend date* pada pengumuman dividen turun.

Prasetiono (2000) menyimpulkan bahwa peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata *abnormal return* saham secara signifikan yang berbeda antara kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun. Sementara penelitian Kartini (2001) menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang meningkat maupun dividen yang menurun.

Berdasarkan latar belakang dan uraian di atas maka dirumuskan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan *return* saham yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen pada saat sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (selanjutnya BEJ)?
2. Apakah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ dan membagikan *cash dividend final* dengan jumlah meningkat dibanding tahun sebelumnya berpengaruh positif terhadap *return saham* dibanding perusahaan-perusahaan dengan *cash dividend final* yang jumlahnya menurun dibanding tahun sebelumnya?
3. Apakah *cash dividend final* merupakan keputusan yang tepat dalam tujuan memacu kinerja saham perseroan di bursa?
4. Apakah emiten BEJ menggunakan informasi pengumuman dividen untuk melakukan keputusan investasi?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *return* saham yang ditimbulkan oleh pengumuman dividen pada saat sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ.

Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ dan membagikan *cash dividend final* dengan jumlah meningkat dibanding tahun sebelumnya berpengaruh positif terhadap *return saham* dibanding perusahaan-perusahaan dengan *cash dividend final* yang jumlahnya menurun dibanding tahun sebelumnya. Sehingga juga bisa diketahui apakah *cash dividend final* merupakan keputusan yang tepat dalam tujuan memacu kinerja saham perseroan di bursa, serta apakah emiten BEJ menggunakan informasi pengumuman dividen tersebut untuk melakukan keputusan investasi.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Kegunaan yang dapat diperoleh dari hasil penelitian ini, antara lain:

1. Bagi investor dan calon investor

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan teori pasar efisien dengan melihat pengaruh yang ditimbulkan oleh *ex-dividend date* terhadap *return* saham pada waktu. Selain itu membantu investor dan calon investor dengan memberikan tambahan wawasan dan informasi dalam pengambilan keputusan investasi dalam memperhitungkan

faktor-faktor yang dapat mempengaruhi harga saham agar mendapat keuntungan seperti yang diharapkan di pasar modal.

2. Bagi Pembaca

Penelitian yang akan dilakukan ini diharapkan dapat menjadi masukan atau sebagai acuan bagi pembaca untuk melakukan penelitian selanjutnya.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan terbagi ke dalam bab-bab berikut :

Bab I Pendahuluan

Bab ini merupakan bab yang memberikan gambaran singkat mengenai isi skripsi ini, sehingga pada bab ini berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian serta sistematika penulisan.

Bab II Tinjauan Pustaka

Bab ini merupakan dasar analisis dari skripsi yang akan menguraikan teori-teori/ dasar pada penelitian ini, sehingga pada bab ini akan diuraikan landasan teori dan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritik serta hipotesis penelitian.

Bab III Metode Penelitian

Bab ini berisi cara-cara yang dilakukan dalam penelitian, sehingga bab ini menguraikan tentang variabel penelitian dan definisi operasional, penentuan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data serta metode analisis data.

Bab IV Hasil dan Pembahasan

Bab ini merupakan inti dari skripsi ini, karena pada bab ini dikemukakan deskripsi obyek penelitian, analisis data dan pembahasan hasil analisis berdasarkan teori untuk menjawab masalah yang dikemukakan.

Bab V Penutup

Merupakan bab terakhir berisi simpulan yang diperoleh dari analisis data, implikasi penelitian, serta saran bagi peneliti berikutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Dividen

Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan (Ang, 1997). Pendapatan bersih setelah pajak disebut *NIAT (Net Income After Tax)* atau *EAT (Earnings After Tax)*. Dividen ini dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) (Ang, 1997).

2.1.1 Jenis Dividen

Menurut Ang (1997) berdasarkan atas hubungan dengan tahun buku, maka dividen dapat dibagi atas dua jenis yaitu :

1. Dividen Interim

Dividen interim merupakan dividen yang dibayarkan oleh perseroan antara satu tahun buku dengan tahun buku berikutnya atau antara dividen final satu dengan dividen final berikutnya. Dividen interim dapat dibayarkan beberapa kali dalam setahun. Tujuannya untuk memacu kinerja saham perseroan di bursa.

2. Dividen Final

Dividen final merupakan dividen hasil pertimbangan setelah penutupan buku perseroan pada tahun sebelumnya yang dibayarkan pada tahun buku

berikutnya. Dividen final juga memperhitungkan dan mempertimbangkan hubungannya dengan dividen interim yang telah dibayarkan untuk tahun buku tersebut.

Masih menurut Ang (1997), berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibagi atas dua jenis yaitu :

1. Dividen Tunai

Dividen tunai merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Nilai suatu dividen tunai sesuai dengan nilai tunai yang diberikan. Tujuan dari emiten memberikan dividen dalam bentuk tunai adalah untuk memacu kinerja saham di bursa efek.

2. Dividen Saham

Dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Tujuan dari emiten memberikan dividen dalam bentuk saham, disamping tujuan yang sama dengan dividen dalam bentuk tunai, juga bertujuan untuk meningkatkan likuiditas perdagangan saham di bursa efek. Disamping itu pemberian dividen dalam bentuk saham kadang-kadang juga diberikan karena memperhatikan likuiditas keuangan perusahaan ketika direksi menilai bahwa perusahaan tidak memungkinkan pembayaran dividen dalam bentuk tunai, sehingga diputuskan dibayarkan dalam bentuk saham baru (dividen saham). Nilai suatu dividen saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$Vp = \frac{Ps}{Rp} \quad (1)$$

Dimana :

V_p = Value of stock dividend per share (nilai suatu dividen saham per saham)

P_s = Harga Pasar suatu saham atau dividen saham

R_p = Stock dividend ratio (Rasio dividen saham)

2.1.2 Kebijakan Dividen

Menurut John E. Junarsin (<http://cwma.or.id>), ketika sebuah perusahaan memperoleh laba bersih (*net income*) dan tingkat *cash flows* pada suatu periode tertentu, manajemen dihadapkan pada keputusan pemanfaatan laba tersebut. Dua alternatif penggunaan utama laba adalah: (1) dibagikan sebagai dividen atau (2) ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*). Keputusan inilah yang dikenal sebagai kebijakan dividen, yaitu menentukan seberapa besar atau proporsi laba yang akan dibagikan sebagai dividen. Dalam mendesain dan mengimplementasikan kebijakan tersebut, terdapat *trade-off* yang harus diperhatikan. Jika perusahaan meningkatkan dividen, pemegang saham atau pemilik perusahaan akan memperoleh *cash flows* namun pertumbuhan perusahaan berpotensi menurun karena *cash flows* tersebut semestinya dapat digunakan untuk reinvestasi. Di sisi lain, jika perusahaan mengurangi dividen, pertumbuhan perusahaan mungkin akan meningkat namun pemegang saham akan menerima *cash flows* yang lebih sedikit sehingga secara sekilas kemakmuran pemegang saham juga terpengaruh. Penurunan nilai nominal dividen dapat membawa konsekuensi positif dan negatif bagi harga saham perusahaan, tergantung dari sudut pandang dan keadaan perusahaan.

Dalam dunia keuangan, pada dasarnya terdapat tiga konsep tentang kebijakan dividen (John E. Junarsin, <http://cwma.or.id>), yaitu:

1. *Irrelevance theory*.

Teori ini menganggap bahwa kebijakan dividen tidak membawa dampak apa-apa bagi nilai perusahaan. Jadi, peningkatan atau penurunan dividen oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan.

2. *Bird-in-the-hand theory*.

Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan.

3. *Tax preference theory*.

Menurut teori ini, investor tidak terlalu menyukai dividen karena dividen tidaklah *tax deductible*.

Meskipun tiga konsep tersebut dianggap sebagai teori-teori utama mengenai kebijakan dividen, perkembangan ilmu keuangan modern memunculkan pendekatan baru yang lebih relevan dan lebih mampu menjelaskan kebijakan dividen dalam dunia bisnis praktis, yaitu *signalling theory*. Pengumuman dividen diyakini mempunyai informasi dan membawa sinyal tentang laba bersih saat ini dan potensi perusahaan di masa mendatang. Model *signalling dividen* mulai berkembang pada akhir tahun 1970-an di Amerika. Ide dasar dalam model ini adalah bahwa perusahaan melakukan penyesuaian dividen untuk menunjukkan

sinyal akan prospek perusahaan. Yang membuat metode ini menjadi kompleks adalah kenyataan bahwa dividen yang meningkat oleh suatu perusahaan dapat diterjemahkan sebagai sinyal positif, namun dapat pula diartikan sebagai sinyal negatif. Dimulai dari sinyal positif terlebih dahulu, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sinyal bahwa perusahaan telah menunjukkan kinerjanya dengan baik dan penurunan dividen menunjukkan kinerja perusahaan yang buruk. Argumen ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayarkan dividen yang disesuaikan dengan laba bersih. Pada dasarnya, perusahaan cenderung meningkatkan dividen jika terdapat tingkat profitabilitas yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen jika manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flows* yang dapat mendukung pembayaran dividen. Perubahan pembayaran dividen ini mengandung informasi yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya terjadi penyesuaian harga saham ketika perubahan dividen diumumkan. Di sekitar tanggal pengumuman dividen, peningkatan dividen secara umum menimbulkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Hal ini disebabkan karena pada umumnya peningkatan dividen diinterpretasi sebagai sebuah kebijakan yang mengandung informasi baik dalam kaitannya dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Namun demikian, peningkatan dividen dapat pula menjadi sinyal negatif bagi investor. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai perusahaan yang sudah tidak berprospek di masa mendatang. Karena dividen pada dasarnya adalah sisa dana yang dibagikan karena kebutuhan

reinvestasi sudah terpenuhi, maka dividen yang tinggi dapat mengandung arti tidak adanya investasi yang prospektif di masa mendatang.

Menurut Gitman (2000) dalam Siaputra dan Atmadja (2006), kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Kebijakan perusahaan dalam membayar dividen berbeda-beda. Berbeda dengan *preferred stocks*, pemegang saham biasa (*common stock*) umumnya menerima pembayaran yang didasarkan pada salah satu dari 3 jenis kebijakan dividen, yaitu:

1) *Constant-Payout-Ratio Dividend Policy*

Adalah kebijakan dividen yang didasarkan dengan persentase tertentu dari pendapatan.

2) *Regular Dividend Policy*

Adalah kebijakan dividen yang didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode. Seringkali kebijakan dividen teratur digunakan dengan memakai target rasio pembayaran dividen.

3) *Low-Regular-an-Extra Dividend Policy*

Adalah kebijakan dividen yang didasarkan pembayaran dividen rendah yang teratur, ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan.

Pengambilan keputusan finansial oleh manajemen dapat menyebabkan perubahan nilai saham perusahaan. Dalam kondisi perekonomian normal, tindakan manajemen yang menyebabkan pendapatan dividen meningkat (*changes in expected return*) akan meningkatkan nilai saham. Sebaliknya, tindakan manajemen yang dapat meningkatkan risiko (*changes in risk*) akan meningkatkan

required return dan menurunkan nilai saham dan sebaliknya. Karena keputusan manajemen, terutama yang berkaitan dengan masalah finansial perusahaan, seringkali mempengaruhi baik risiko maupun return secara bersamaan, maka dampak terhadap nilai saham tergantung kepada ukuran besar-kecilnya perubahan variabel-variabel tersebut. Dampak lain yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen adalah bahwa kebijakan tersebut secara langsung akan berpengaruh negatif dengan *leverage* keuangan perusahaan (Pujiono, 2002). Artinya, *debt to equity ratio* akan meningkat sesuai dengan proporsi dividen yang akan dibagikan. Meningkatnya nilai *leverage* maka penilaian terhadap perusahaan menjadi buruk yang selanjutnya akan mempengaruhi harga saham di pasar.

2.1.3 Prosedur Pembagian Dividen

Pembagian dividen merupakan satu hal yang dinantikan oleh pemegang saham. Pembagian dividen dapat dilakukan secara kuartalan ataupun tahunan, tergantung kebijaksanaan yang ditetapkan oleh masing-masing perusahaan. Adapun prosedur pembagian dividen yang aktual menurut Weston and Brigham (1998) dalam Sularso (2003) adalah :

a. Tanggal Pengumuman (*Declaration Date*)

Adalah tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen. Misalnya pada tanggal 14 November 2001 direksi PT. ABC mengadakan pertemuan dan mengumumkan pembagian dividen kuartalan tetap sebesar Rp 40 per saham untuk dibayarkan kepada pemegang saham yang tercatat pada tanggal 8 Desember 2001 dengan pembayaran dilakukan pada tanggal 2 Januari 2002.

b. Tanggal Pencatatan Pemegang Saham (*Holder of Record Date*)

Adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima dividen yang akan dibagikan perusahaan. Setelah berakhirnya jam kerja pada tanggal pencatatan pemegang saham (8 Desember 2001), perusahaan menutup buku transfer sahamnya dan menyusun daftar pemegang saham mulai tanggal itu. Apabila PT ABC memberitahukan penjualan dan transfer beberapa saham sebelum pukul 5 sore pada tanggal 8 Desember, maka pemilik saham yang baru akan menerima dividen. Jika pemberitahuan yang diterima pada atau sesudah tanggal 9 Desember, pemilik saham lama menerima cek dividen.

c. Tanggal *Ex-Dividend* (*Ex-dividend Date*)

Adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya, biasanya dengan jangka waktu empat hari kerja sebelum tanggal pencatatan saham. Untuk mencegah timbulnya konflik, industri pasar modal telah menetapkan suatu konvensi yang mengumumkan bahwa hak atas dividen tetap menyertai saham hingga empat hari kegiatan bisnis sebelum tanggal pencatatan pemegang saham. Pada hari keempat sebelum tanggal tersebut, hak atas dividen tidak lagi menyertai saham. Dalam hal ini tanggal *ex-dividend* adalah 4 hari sebelum tanggal 8 Desember, yaitu tanggal 4 Desember 2001.

d. Tanggal Pembayaran Dividen (*Dividend Payment*)

Adalah tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen. Dalam hal ini perusahaan akan mengirimkan ceknya kepada pemegang saham tercatat pada tanggal 2 Januari 2002.

Prosedur pembagian dividen tersebut mengakibatkan adanya perbedaan respon investor dalam bertransaksi di pasar modal. Hal ini dapat diindikasikan dengan bervariasinya harga saham dari *declaration date* sampai setelah *ex-dividend date*.

2.2 Saham

Saham biasa yang dalam bahasa Inggris disebut *common stock*, merupakan salah satu instrumen pasar modal yang paling populer. Saham biasa lebih umum disebut *saham* saja. Menurut Pradhono (2004) dalam Indah (2007), ketika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, ketika perusahaan mengalami kerugian, maka hak kreditur akan didahulukan sementara nilai saham akan menurun drastis. Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimumkan nilai perusahaan juga berarti memaksimumkan nilai kekayaan pemegang saham.

Menurut Panji Anoraga dan Piji Pakarti (2001), dalam rangka investasi dana ke suatu perusahaan maka pemegang saham mendapat manfaat. Secara ekonomis manfaat yang diperoleh melalui investasi dalam saham adalah pembagian keuntungan dalam bentuk dividen dan *capital gain* (selisih lebih harga jual dan harga beli), sedangkan manfaat non ekonomis adalah mempunyai hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham yang akan menentukan arah

kebijakan perusahaan. Hak suara ini dikukuhkan dalam UUPT No.1/1995 pasal 45 dan 46.

Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan (Ang, 1997). Salah satu efek yang umumnya dijual di pasar modal adalah saham. Akan tetapi tidak semua perusahaan dapat menjual sahamnya di pasar modal. Hanya perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan memenuhi persyaratan dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) saja yang dapat menjual saham di pasar modal yang berlangsung di bursa efek.

Go public adalah menawarkan saham atau obligasi untuk dijual kepada umum untuk pertama kalinya (Ang, 1997). Dan Bab I UU Pasar Modal No.8/1995 pasal 1 (satu) mendefinisikan bahwa bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan memperdagangkan efek diantara mereka, sementara efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

2.2.1 Harga Saham

Menurut Ang (1997) nilai dari suatu saham berdasarkan fungsinya dapat dibagi atas tiga jenis yaitu:

1. *Per Value* (Nilai Nominal)

Adalah nilai yang tercantum pada saham yang bersangkutan yang berfungsi

untuk pencatatan akuntansi dan tidak dipergunakan untuk mengukur sesuatu.

2. *Base Price* (Harga Dasar)

Merupakan harga yang dipergunakan di dalam perhitungan harga indeks saham yang akan berubah sesuai dengan aksi emiten.

3. *Market Price* (Harga Pasar)

Merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jika pasar bursa efek sudah tutup, maka harga pasar adalah harga penutupannya (*closing price*). Dengan demikian harga pasar inilah yang akan menyatakan naik-turunnya saham.

Hal serupa juga dikemukakan oleh Sularso (2003), bahwa harga saham adalah harga saham yang terjadi di bursa pada saat penutupan (*closing price*) yang terbentuk setiap akhir perdagangan saham. Harga ini merupakan harga pada pasar riil karena merupakan harga dari suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung atau jika pasar sudah tutup. Perubahan harga saham dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan yang bersangkutan, disamping dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran.

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi harga saham menurut Husnan (2003) dalam Indah (2007) yaitu :

1. Harapan investor terhadap tingkat keuntungan dividen untuk masa yang akan datang. Jika pendapatan atau dividen suatu saham stabil maka harga saham cenderung stabil. Sebaliknya, jika pendapatan atau dividen suatu saham berfluktuasi maka harga saham tersebut cenderung berfluktuasi pula.

2. Tingkat pendapatan perusahaan.

Tingkat pendapatan perusahaan yang tercermin dari *Earning Per Share* (EPS) terkait erat dengan peningkatan harga saham. Apabila fluktuasi EPS makin tinggi maka makin tinggi pula perubahan harga pasarnya.

3. Kondisi perekonomian.

Kondisi perekonomian saat ini dan sekarang salah satunya dipengaruhi oleh kondisi masa lalu dan saat ini. Apabila kondisi perekonomian stabil dan mantap maka investor optimis terhadap kondisi perekonomian yang akan datang sehingga harga saham cenderung stabil dan sebaliknya.

Masih menurut Husnan (2003) dalam Indah (2007) terdapat beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk menilai harga saham di pasar modal. Dua pendekatan yang paling banyak digunakan adalah :

1. Pendekatan Analisis Fundamental

Pendekatan ini didasarkan pada suatu anggapan bahwa setiap saham memiliki nilai intrinsik, nilai inilah yang diamati oleh para investor.

2. Pendekatan Analisis Teknikal

Analisis teknikal merupakan analisis yang menggunakan data pasar yang dipublikasikan, seperti harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham gabungan dan individu. Pendekatan ini disebut juga pendekatan analisis pasar.

Asumsi yang mendasari analisis teknikal adalah :

- a. Terdapat ketergantungan sistematis dalam keuntungan yang dapat dieksploitasi ke *abnormal return*.

- b. Pada pasar efisien, tidak semua informasi harga saham masa lalu diamati ketika memprediksi distribusi *return* sekuritas.
- c. Nilai suatu saham merupakan fungsi permintaan dan penawaran.

Kesimpulan yang dapat diambil, analisis teknikal didasarkan pada data yang telah dipublikasikan yang berfokus pada ketepatan waktu, penekanan hanya pada perubahan harga, faktor-faktor internal melalui analisis pergerakan didalam pasar/ suatu saham serta untuk mendeteksi pergerakan harga saham dalam jangka waktu yang relatif pendek.

2.2.2 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Ang (1997) mengemukakan bahwa indeks harga saham gabungan merupakan suatu nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja kerja saham yang tercatat di suatu bursa efek. Makna gabungan disini berarti kinerja saham yang dimasukkan dalam hitungan jumlah sahamnya lebih dari satu, ada yang 20 saham, 30 saham, 40 saham, 45 saham, dan bahkan seluruh saham yang tercatat pada bursa efek.

IHSG digunakan untuk menghitung *return market* dalam *return ekspektasi*, dimana rumus yang digunakan di BEJ adalah menggunakan metode rata-rata tertimbang rumus Paasche yang dijelaskan berikut:

$$IHSG = \frac{\sum (P_{sx} S_s)}{\sum (P_{basex} S_s)} \quad (2)$$

Dimana :

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan

Ps = Harga pasar saham

Ss = Jumlah saham yang dikeluarkan (*outstanding share*)

Pbase = Harga dasar saham

2.3 *Return Saham*

Return adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang, 1997). Investor termotivasi untuk melakukan investasi dengan harapan untuk mendapat kembalian investasi yang sesuai. Tanpa adanya keuntungan dari suatu investasi tentunya investor tidak akan bersedia melakukan investasi tersebut.

Menurut Ang (2007), komponen suatu *return* terdiri dari dua jenis yaitu:

1. *Current Income*

Adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar, maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat.

2. *Capital Gain*

Adalah keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu investasi. *Capital gain* ini sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan maka akan timbul perubahan nilai instrumen investasi.

2.3.1 *Return Realisasi*

Jogiyanto (2000) menjelaskan bahwa *return* dapat berupa *return* realisasi

yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, dihitung berdasarkan data historis. Beberapa pengukuran *return* yang banyak dipakai adalah:

1. *Return* Total (*Total Return*)

Return total merupakan *return* keseluruhan atas suatu investasi pada periode tertentu. Pendekatan *total return* ini digunakan dalam pengukuran *return* realisasi karena investor cenderung lebih melihat pada *capital gain* (difokuskan pada investasi jangka pendek), dan bukan hanya memandang deviden yang diperoleh dalam jangka panjang. Berdasarkan data penelitian hanya sebagian kecil perusahaan yang memberikan deviden kepada pemegang saham, sehingga jika dalam pengukuran *return* dimasukkan deviden akan memberikan hasil yang bias. Secara sistematis *actual return* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \quad (3)$$

Dimana,

R_{it} = tingkat keuntungan saham i pada periode t

P_{it} = harga penutupan saham i pada periode t

P_{it-1} = harga penutupan saham i pada periode sebelumnya

2. *Return* Relatif (*Relative Return*)

Return total dapat bernilai negatif atau positif. Kadang, untuk perhitungan tertentu misalnya rata-rata geometrik yang menggunakan perhitungan takaran dibutuhkan suatu *return* yang harus bernilai positif.

3. *Return* Kumulatif (*Cummulative Return*)

Return kumulatif mengukur perubahan kemakmuran yaitu perubahan harga dari saham dan perubahan pendapatan dari dividen yang diterima. Perubahan kemakmuran ini menunjukkan tambahan kekayaan dari kekayaan sebelumnya. Untuk mengetahui total kemakmuran, indeks kemakmuran kumulatif dapat digunakan.

4. *Return* yang Disesuaikan (*Adjusted Return*)

Return yang disesuaikan merupakan tingkat daya beli dari nilai *return* nominal yang perlu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang ada.

2.3.2 *Return* Ekspektasi

Menurut Ang (1997), *return* ekspektasi merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan. Selanjutnya *return* ekspektasi merupakan *return* (kembalian) yang diharapkan oleh seorang investor atas suatu investasi yang akan diterima pada masa yang akan datang.

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar dilakukan dengan dua tahap, yaitu: membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$E[R_{it}] = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon \quad (4)$$

Dimana,

$E[R_{it}]$ = *expected return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

α_i = *intercept* untuk sekuritas i

β_i = koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

R_{Mt} = *return index market* pada periode estimasi ke-t, yang dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{Mt} = (IHSGr - IHSGr-1) / IHSGr-1$$

ε = kesalahan residu

2.3.3 *Abnormal Return*

Menurut Jogiyanto (2003), *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yaitu *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis, dan *return* ekspektasi yaitu *return* yang diharapkan akan terjadi di masa datang yang dihitung dengan mengkalikan masing-masing hasil masa depan dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlahkannya.

Studi peristiwa menganalisis *abnormal return* sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman suatu peristiwa (Jogiyanto, 2005). *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* sesungguhnya yang terjadi terhadap *return* normal yang merupakan *return* ekspektasi (yang diharapkan) dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan normal dimana tidak terjadi suatu peristiwa.

Dengan demikian, *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya dan *return* ekspektasi.

Jogiyanto (2003) mengestimasi *abnormal return* menggunakan tiga model, yaitu: *mean adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model*.

2.3.4 *Average Abnormal Return (AAR)*

Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan pada tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari dalam periode peristiwa (Jogiyanto, 2005). Sedang menurut Triesye (SNA 5, 2001) dalam Linda (2007), rata-rata *abnormal return* merupakan jumlah total *abnormal return* yang dibagi dengan jumlah total keseluruhan sekuritas.

Rata-rata *return* tidak normal atau *average abnormal return (AAR)* untuk hari ke-*t* dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k} \quad (5)$$

Dimana,

AAR_t = *average abnormal return* pada hari ke-*t*

AR_{it} = *abnormal return* pada sekuritas ke-*i* pada hari ke-*t*

k = jumlah sekuritas pada *event window*

2.3.5 *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *return* tidak normal atau *cummulative abnormal return (CAR)*. CAR

merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum_{a=t3}^t AR_{ia} \quad (6)$$

Dimana,

CAR_{it} = *cummulative abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari *abnormal return* (AR) sekuritas ke-i mulai hari awal periode peristiwa (t3) sampai hari ke-t.

AR_{ia} = *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t3 (hari awal periode jendela) sampai hari ke-t.

2.3.6 *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*

CAAR atau akumulasi rata-rata *return tidak normal* merupakan penjumlahan rata-rata *abnormal return* hari sebelumnya dengan rata-rata *abnormal return* sesudahnya (Jogiyanto, 2005). Atau merupakan jumlah total keseluruhan yang diperoleh dari *abnormal return* beberapa periode yang digabungkan (Linda, 2007). Jika terdapat k buah sekuritas, maka CAAR dapat dihitung sebagai berikut :

$$CAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k CAR_{it}}{k} \quad (7)$$

Dimana,

$CAAR_t$ = jumlah AAR pada hari ke-t

CAR_{it} = CAR pada sekuritas i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas dalam *event window*

CAAR dapat juga dihitung dengan mengakumulasikan AAR untuk hari-hari sebelumnya. Jika AAR hari ke-t adalah AAR_t , maka CAAR hari ke-t dapat dihitung sebesar:

$$CAAR_t = \sum_{a=t3}^t AAR_a \quad (8)$$

Dimana,

$CAAR_t$ = CAAR pada hari ke-t

AAR_a = AAR pada hari ke-a, yaitu mulai t3 (hari awal periode jendela)
sampai hari ke-t

2.4 Studi Peristiwa (*Event Study*)

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan, dan dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga (Jogiyanto, 2005).

Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika investor bereaksi dengan cepat untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru.

2.5 Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap *Return* Saham

Salah satu tujuan yang ingin dicapai investor dalam melakukan investasi adalah untuk meningkatkan kemakmuran di masa depan. Menurut Muhammad (2006) dalam Indah (2007), tujuan tersebut dalam praktek investasi dapat diterjemahkan sebagai tujuan untuk memaksimalkan *return* investasi dan harapan keuntungan tersebut sering juga disebut sebagai *return*.

Interaksi permintaan dan penawaran di bursa efek yang pada dasarnya ditentukan oleh aktiva yang diwakilinya, menghasilkan harga keseimbangan (*equilibrium price*) atau yang bisa diistilahkan dengan *market value*. Harga keseimbangan ini merefleksikan tindakan kolektif dari pembeli dan penjual yang didasarkan pada informasi yang tersedia. saat informasi baru tersedia, pembeli dan penjual diasumsikan segera melakukan aksi dengan mempertimbangkan informasi tersebut sehingga tercipta suatu keseimbangan baru. Menurut Siaputra dan Atmadja (2006), proses penyesuaian pasar terhadap informasi baru dapat dipandang dari tingkat keuntungan (*required return*). Dalam teori *Efficiency Market Hypothesis*, harga saham bereaksi terhadap informasi yang ada, termasuk di dalamnya adalah informasi tentang pembagian dividen. Informasi yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh suatu perusahaan di masa yang akan datang dengan melihat potensi pendapatan saat ini. Dalam kondisi dimana investor dihadapkan pada ketidakpastian yang tinggi terhadap hasil kegiatan investasinya, pengumuman dividen dipercaya akan dapat mempengaruhi perilaku harga saham di bursa akibat dari aksi investor yang menginginkan keuntungan dari kejadian tersebut.

2.6 Penelitian Terdahulu

Berikut ini diuraikan penelitian terdahulu yang menganalisis pengaruh pengumuman dividen terhadap *return* saham yang menjadi referensi pada penelitian ini:

1. Prasetyono (2000)

Penelitian yang dilakukan oleh Prasetyono pada tahun 2000 adalah “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap *Abnormal Return* Saham di Bursa Efek Jakarta”. Sampel penelitian sebanyak 30 saham, terdiri dari 15 saham yang dividen tunainya naik dan 15 saham yang dividen tunainya turun. Teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang teraktif diperdagangkan pada masing-masing sektor industri serta memperoleh pembagian tunai yang berbeda antara tahun 1996-1997. Model yang digunakan adalah uji beda rata-rata dengan nilai yang dihipotesiskan dan uji beda di antara rata-rata dua kelompok. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen tidak berpengaruh secara nyata terhadap *abnormal return* saham, kecuali untuk dividen turun.

2. Kartini (2001)

Penelitian Kartini pada tahun 2004 yang berjudul “Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta” menggunakan 50 perusahaan yang terdaftar di BEJ sebagai sampel, dengan 25 perusahaan yang pembayaran dividennya naik dan 25 perusahaan yang pembayaran dividennya turun. Variabel *independent* yang digunakan sebagai prediktor adalah persentase perubahan pembayaran dividen,

sedangkan variabel *dependent*-nya *abnormal return* yang diperoleh di sekitar hari pengumuman perubahan pembayaran dividen. Penelitian ini dibagi menjadi dua tahap. Tahap pertama adalah pengujian hipotesis tentang reaksi pemegang saham terhadap pengumuman melalui suatu *event study* dengan menggunakan uji-t. Model *expected return* yang digunakan adalah *Market Model* dengan beta dikoreksi metode koreksi Fowler dan Rorke, empat *lead* dan empat *lag*. Selanjutnya dikembangkan untuk mengetahui pengaruh variabel spesifik perusahaan terhadap besar kecilnya *abnormal return* yang diterima investor di sekitar hari pengumuman dividen dengan menggunakan suatu model regresi yang dikembangkan oleh Gosh dan Woolrige (1988). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang meningkat maupun dividen yang menurun.

3. Sularso (2003)

Penelitian oleh Sularso pada tahun 2003 berjudul “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (*Return*) Sebelum dan Sesudah *ex-dividend date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan mengambil sampel 14 saham. Sampel dibagi menjadi dua, yaitu dividen naik dan dividen turun. Periode penelitian selama 120 hari yang dibagi menjadi dua periode yaitu periode estimasi selama 90 hari dan periode peristiwa selama 30 hari termasuk 15 hari sebelum dan sesudah *event*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *event study* yang akan mengamati pergerakan harga saham di pasar

modal. Untuk menguji adanya reaksi harga dilakukan tes *abnormal return* selama periode peristiwa dengan analisis perhitungan berdasarkan konsep model keseimbangan yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan dengan melakukan pengujian *abnormal return* terhadap dividen naik dan dividen turun pada saat *ex-dividend date*. Dari hasil penelitian disimpulkan bahwa harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat *ex-dividen date*, dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat *ex-dividend date*.

4. Siaputra dan Atmadja (2006)

Siaputra dan Atmadja melakukan penelitian pada tahun 2006 dengan judul “Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”. Dengan sampel perusahaan yang terdaftar di BEJ, penelitian ini menggunakan variabel perubahan harga saham yang diukur dengan cara membandingkan harga saham harian (dalam hal ini digunakan *closing price*) dan nilai nominal dividen kas per lembar saham yang dibagikan oleh seluruh sampel emiten. Periode penelitian selama 30 hari, yaitu 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah *ex-dividend date* yang dianalisa dengan menggunakan metode *event study* melalui aplikasi uji beda dua rata-rata berpasangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai rata-rata harga saham sebelum *ex-dividend date* dan nilai rata-rata harga saham sesudah *ex-dividend date* secara statistik berbeda signifikan. Lebih lanjut, besarnya perubahan harga saham tersebut secara statistik tidak berbeda dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan.

Dengan adanya perbedaan penelitian yang dilakukan selain tersebut di atas adalah hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu masih memberikan hasil yang beragam dan tidak sedikit yang kontradiktif sehingga memberikan peluang untuk dilakukan penelitian lanjutan, baik yang bersifat pengulangan maupun pengembangan. Adapun hasil penelitian terdahulu mengenai hubungan antara pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham dapat ditunjukkan pada matriks tabel sebagai berikut :

Tabel 2.1
Matriks Penelitian Terdahulu

N o	Judul	Peneliti	Variabel	Model Analisis	Hasil
1	“Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Bursa Efek Jakarta”	Prasetiono (2000)	Independent: informasi naik-turunnya dividen Dependent: <i>return</i> saham	Uji beda di antara rata-rata dua kelompok	peristiwa pengumuman dividen tidak menimbulkan rata-rata <i>abnormal return</i> saham secara signifikan yang berbeda antara kelompok dividen naik dan kelompok dividen turun.
2	“Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta”	Kartini (2001)	Independent: persentase perubahan pembayaran dividen Dependent: <i>return</i> saham	Uji-t	pemegang saham bereaksi negatif terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen baik dividen yang meningkat maupun dividen yang menurun.
3	“Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (<i>Return</i>) Sebelum dan Sesudah <i>ex-dividend date</i> di Bursa Efek Jakarta”	Sularso (2003)	Independent: pengumuman <i>ex-dividend date</i> dan naik-turunnya dividen Dependent: <i>return</i> saham	Uji-t	harga saham bereaksi negatif terhadap informasi pengumuman dividen naik pada saat <i>ex-dividend date</i> , dan bereaksi positif terhadap informasi pengumuman dividen turun pada saat <i>ex-dividend date</i> .

No	Judul	Peneliti	Variabel	Model Analisis	Hasil
4	“Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”	Siaputra dan Atmadja (2006)	Independent: <i>ex-dividend date</i> Dependent: <i>return</i> saham dan nilai nominal dividen kas per lembar saham	uji beda dua rata-rata berpasangan	nilai rata-rata harga saham sebelum <i>ex-dividend date</i> dan nilai rata-rata harga saham sesudah <i>ex-dividend date</i> secara statistik berbeda signifikan.. Lebih lanjut, besarnya perubahan harga saham tersebut secara statistik tidak berbeda dengan nilai dividen per lembar saham yang dibagikan.

Sumber : Jurnal terdahulu

2.7 Kerangka Pemikiran Teoritik

Pembagian dividen merupakan satu hal yang dinantikan oleh pemegang saham. Adapun prosedur pembagian dividen yang aktual menurut Sularso (2003) adalah pada tanggal pengumuman, tanggal pencatatan pemegang saham, tanggal *ex-dividend* dan tanggal pembayaran dividen. Tanggal *ex-dividend* (*ex-dividend date*) adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya, biasanya dengan jangka waktu empat hari kerja sebelum tanggal pencatatan saham. Pada hari keempat sebelum tanggal tersebut, hak atas dividen tidak lagi menyertai saham.

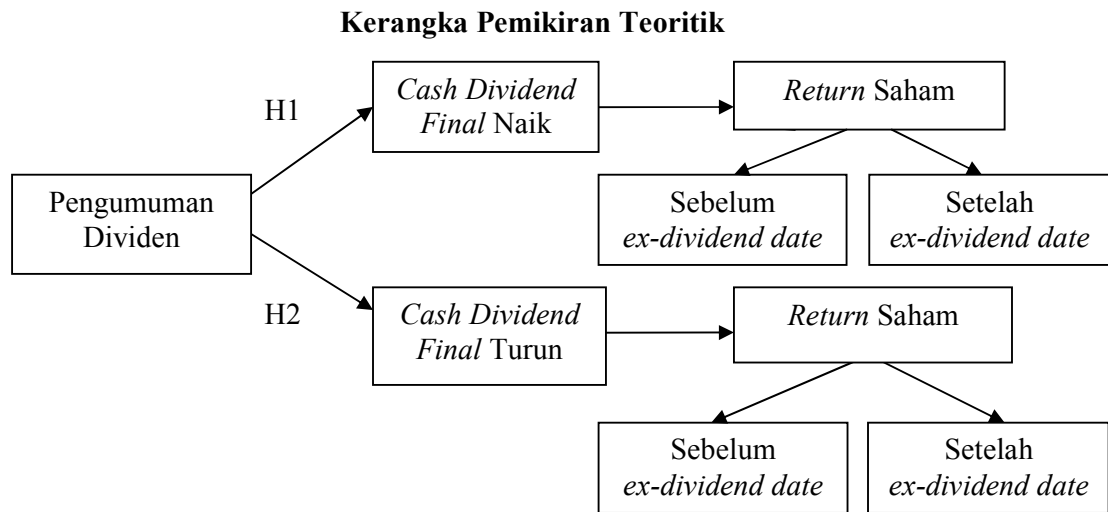
Investor pada waktu *ex-dividend date* secara otomatis akan berpikir bahwa pembagian dividen tidak lagi menyertai saham. Investor pada waktu *ex-dividend date* secara otomatis akan berpikir bahwa pembagian dividen akan memberikan dampak pada harga saham. Pemikiran ini disebabkan karena investor telah kehilangan hak atas *return* dari dividen dan melihat prospek ke depan perusahaan

yang membagi dividen. Pada pemikiran pertama, investor yang berkeinginan mendapat keuntungan dari *capital gain*, lebih memilih untuk tidak membeli saham tersebut. Dengan demikian harga saham tersebut akan mengalami penurunan sebanding dengan nilai *return* yang telah hilang. Sedangkan pada pemikiran kedua, investor melihat bahwa apabila perusahaan mengeluarkan sejumlah uang untuk membayar dividen kepada pemegang saham, maka akan mempengaruhi *cash flow* perusahaan yang nantinya dapat mengganggu operasi perusahaan. Apabila dana yang dikeluarkan bisa mengganggu jalannya operasi, otomatis dapat juga menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Adanya dua pemikiran tersebut secara logika akan mendorong harga atau nilai saham di pasar mengalami penurunan.

Penelitian ini merupakan analisis pengaruh pengumuman dividen, dalam hal ini pengumuman perubahan naik-turunnya dividen pada saat *ex-dividend date* terhadap *return* saham. Reaksi pasar ditunjukkan dengan *return* saham yang diterima pasar atas pengumuman dividen naik dan turun, ada atau tidaknya *abnormal return* (AR) dan apakah terdapat perbedaan *return* saham antara sebelum dan setelah *ex-dividend date*.

Berdasarkan uraian sebelumnya, maka kerangka penelitian dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1



2.8 Hipotesis Penelitian

Dengan mengacu pada tinjauan pustaka, yaitu landasan teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

- H0₁ : terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada kelompok *cash dividend final* naik di BEJ.
- H1₁ : tidak terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada kelompok *cash dividend final* naik di BEJ.
- H0₂ : terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada kelompok *cash dividend final* turun di BEJ.
- H1₂ : tidak terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah *ex-dividend date* pada kelompok *cash dividend final* turun di BEJ.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel pada dasarnya adalah sesuatu hal yang berbentuk apa saja yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya.

Variabel *dependent* atau terikat dalam penelitian ini adalah *return* saham yang diterima oleh pemegang saham perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2004 sampai 2006. Sedangkan variabel yang dianalisis adalah *abnormal return*.

3.1.2 Definisi Operasional

Dalam definisi operasional variabel ini, akan dibahas mengenai beberapa hal atau istilah yang berhubungan dengan penelitian ini, yaitu :

1. *Abnormal Return*

Abnormal return adalah selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* yang diharapkan investor. Dengan kata lain *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* suatu saham dengan *expected return*nya. *Abnormal return* dihitung dengan *Market Model*, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Indikator empirik :

a. Menghitung *actual return* dengan menggunakan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}} \quad (9)$$

b. Menghitung *expected return* dengan rumus :

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mj} + \varepsilon \quad (10)$$

c. *Market return* diperoleh dari persamaan :

$$R_{Mt} = \frac{IHSgt - IHSgt_i}{IHSgt_i} \quad (11)$$

dan digunakan dengan menggunakan IHSG harian pada periode pengukuran.

2. *Average Abnormal Return (AAR)*

Rata-rata *return* tidak normal atau *average abnormal return (AAR)* untuk hari ke-t dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{k} \quad (12)$$

Dimana,

AAR_t = *average abnormal return* pada hari ke-t

AR_{it} = *abnormal return* pada sekuritas ke-i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas pada *event window*

Pengujian AAR digunakan pengujian t-test yang menguji hipotesis nol bahwa AAR adalah sama dengan nol.

3. *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

CAR merupakan penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya di dalam periode jendela untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum_{a=t3}^t AR_{ia} \quad (13)$$

Dimana,

CAR_{it} = *cummulative abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t, yang diakumulasi dari *abnormal return* (AR) sekuritas ke-i mulai hari awal periode jendela (t3) sampai hari ke-t.

AR_{ia} = *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t3(hari awal periode jendela) sampai hari ke-t.

4. *Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)*

CAAR atau akumulasi rata-rata *return* tidak normal merupakan penjumlahan rata-rata *abnormal return* hari sebelumnya dengan rata-rata *abnormal return* sesudahnya. Jika terdapat k buah sekuritas, maka CAAR dapat dihitung sebagai berikut :

$$CAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k CAR_{it}}{k} \quad (14)$$

Dimana,

$CAAR_t$ = jumlah AAR pada hari ke-t

CAR_{it} = CAR pada sekuritas i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas dalam *event window*

CAAR dapat juga dihitung dengan mengakumulasikan AAR untuk hari-hari sebelumnya. Jika AAR hari ke-t adalah AAR_t , maka CAAR hari ke-t dapat dihitung sebesar:

$$CAAR_t = \sum_{a=t3}^t AAR_a \quad (15)$$

Dimana,

$CAAR_t$ = CAAR pada hari ke-t

AAR_a = AAR pada hari ke-a, yaitu mulai t3 (hari awal periode jendela) sampai hari ke-t

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi merupakan satu kesatuan atas dasar apa penelitian dilakukan dan bagi siapa kesimpulan atas hasil penelitian diberlakukan (Sekaran, 1992). Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang sahamnya diikutsertakan di BEJ untuk periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2006 yaitu sebanyak 347 perusahaan.

Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang ditetapkan (Sekaran, 1992). Sampel ini ditentukan berdasarkan syarat yang ditentukan sebagai berikut :

1. Terdaftar di BEJ sebagai emiten dari tahun 2003 sampai tahun 2006.

2. Emiten terus menerus membagikan *cash dividend final* selama periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2006.
3. Data tanggal pengumuman dividen emiten selama periode tahun 2004 sampai 2006 terpublikasi di bursa sehingga *ex-dividend date* bisa diketahui.
4. Mengalami kenaikan atau penurunan yang konsisten setiap tahun dalam pembagian jumlah *cash dividend final* selama periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2006.
5. Kelengkapan data harga saham emiten selama periode tahun 2004 sampai dengan tahun 2006.
6. Tidak sedang dalam proses delisting.

Dengan mempertimbangkan kriteria pengambilan sampel tersebut, maka jumlah sampel dalam penelitian ini secara keseluruhan berjumlah 87 perusahaan yang terbagi dalam dua kelompok, yaitu:

1. Perusahaan yang mengumumkan *cash dividend final* naik.
2. Perusahaan yang mengumumkan *cash dividend final* turun.

3.3 Jenis dan Sumber Data

3.3.1 Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data kuantitatif yakni data yang berupa angka-angka. Sedangkan menurut dimensi waktunya, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *time series*.

3.3.2 Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut Jogiyanto (2004) dalam Indah (2007), data sekunder adalah data yang diperoleh dari hasil pengumpulan orang lain dengan maksud tertentu dan mempunyai kategorisasi atau klasifikasi menurut kebutuhan pengumpulnya.

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Daftar saham yang masuk di BEJ periode tahun 2003 sampai dengan 2006.

Data ini diperoleh dari BEJ.

2. Data *dividend payment* periode tahun 2003 sampai dengan 2006.

3. Data harga saham penutupan harian dan IHSG selama periode jendela, yaitu data dari 15 hari sebelum ($t-15$) dan 15 hari sesudah ($t+15$) *ex-dividend date*.

Data diperoleh dari Pojok BEJ di Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang memiliki hubungan langsung dengan BEJ.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Ada beberapa metode pengumpulan data dalam penelitian bisnis yaitu dengan observasi, *interview* dan *quosioner*. Menurut Sugiono (2004) dalam Indah (2007), observasi sebagai teknik pengumpulan data mempunyai ciri yang spesifik jika dibanding dengan teknik yang lain karena *interview* (wawancara) dan *quosioner* (angket) selalu berkomunikasi dengan orang sedangkan observasi tidak demikian.

Dari segi proses, metode pengumpulan data yang dilakukan pada penelitian ini adalah observasi non partisipan, yaitu metode pengumpulan data dimana peneliti tidak terlibat secara langsung dengan aktivitas orang-orang atau

kegiatan dan gejala-gejala yang sedang diamati. Sedangkan dari segi instrumensasi, pengumpulan data ini merupakan metode observasi terstruktur karena dalam observasi ini telah dirancang secara sistematis tentang apa yang akan diamati dan dimana tempatnya.

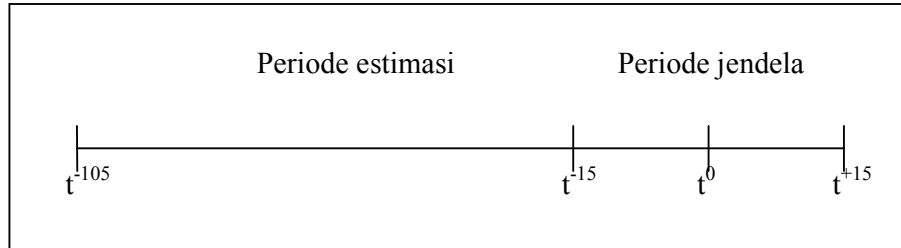
3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam pengujian reaksi pasar atas *ex-dividend date* pada penelitian ini sesuai dengan metode dalam penelitian yang telah dilakukan oleh Sularso (2003).

Untuk mengetahui reaksi pasar atas pengumuman dividen sebelum dan sesudah *ex-dividend date*, dilakukan pengujian terhadap *return* individual sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan tahapan analisis data sebagai berikut:

1. Mengidentifikasi tanggal mulai tutup bursa pada saat *ex-dividend date*, tanggal tersebut dijadikan sebagai *event date*. *Event date* adalah hari terjadinya jendela atau hari ke nol ($t = 0$).
2. Menentukan *event window* atau periode dimana *return* saham terhadap suatu jendela terjadi akan diukur. Periode pengamatan dibagi menjadi dua periode, yaitu: periode estimasi dan periode jendela. Periode estimasi terdiri dari 90 hari sebelum periode jendela, yaitu $t-105$ sampai dengan $t-16$. Periode jendela terdiri dari 30 hari, yaitu 15 hari sebelum ($t-15$) dan 15 hari sesudah ($t+15$) *ex-dividend date*.

Gambar 3.1
Periode Waktu Penelitian (*Estimation and Event Period*)



3. Mengelompokkan *cash dividend final* emiten yang mengalami kenaikan dan penurunan.
4. Untuk mengetahui adanya pengaruh pengumuman dividen terhadap perubahan harga saham, dilakukan pengujian terhadap *return* individual sebelum dan sesudah *ex-dividend date* dengan langkah-langkah sebagai berikut:
 - a. Menghitung tingkat pengembalian harian masing-masing saham (*return* individual) yang terjadi selama *event window* dengan menggunakan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (16)$$

Dimana,

R_{it} = tingkat pengembalian saham individual i pada periode t

P_{it} = harga saham i pada periode t

P_{it-1} = harga saham i pada periode $t-1$

- b. Menghitung tingkat pengembalian yang diwakili IHSG dengan menggunakan rumus:

$$R_{Mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t,i}}{IHSG_{t,i}} \quad (17)$$

Dimana,

R_{Mt} = tingkat pengembalian

$IHSG_t$ = IHSG periode t

$IHSG_{t,i}$ = IHSG periode t-1

- c. Menghitung tingkat bunga bebas risiko (R_f) harian. Oleh karena analisis dalam penelitian ini adalah analisis harian, maka tingkat suku bunga deposito bulanan per tahun disesuaikan menjadi tingkat suku bunga per hari yaitu dengan membagi suku bunga dengan 360 (asumsi 1 tahun = 360 hari).

$$R_f = \frac{\text{suku bunga}}{360} \quad (18)$$

- d. Menghitung tingkat risiko sistematis (beta tiap saham) dengan menggunakan rumus:

$$\hat{\alpha} = \frac{\sum (R_m - R_f) - n (\overline{R_m - R_f}) (\overline{R_i - R_f})}{\sum (R_m - R_f)^2 - n (\overline{R_m - R_f})^2} \quad (19)$$

Dimana,

$\hat{\alpha}$ = tingkat risiko sistematis

R_f = tingkat bunga bebas risiko

$(R_m - R_f)$ = *excess return of market portofolio*

$(R_i - R_f)$ = *excess return saham*

$(\overline{R_m - R_f})$ = rata-rata dari *excess return of market portofolio*

$(\overline{R_i - R_f})$ = rata-rata dari *excess return saham*

- e. Menghitung tingkat pengembalian saham yang diharapkan (*expected return*), dengan menggunakan rumus:

$$E(R_{it}) = R_f + (R_m - R_f) \hat{\alpha} \quad (20)$$

Dimana,

$E(R_{it})$ = tingkat keuntungan saham yang diharapkan

R_f = tingkat bunga bebas risiko

R_m = tingkat keuntungan pasar

$\hat{\alpha}$ = tingkat risiko sistematis

- f. Menghitung *abnormal return* (AR) harian tiap-tiap saham selama periode pengamatan. Dalam penelitian ini menggunakan *market model* dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (21)$$

Dimana,

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada periode t

R_{it} = tingkat pengembalian saham individual i pada periode t

$E(R_{it})$ = tingkat pengembalian saham i yang diharapkan pada periode t

- g. Menghitung *Cummulative Abnormal Return* (CAR) harian tiap-tiap saham selama periode jendela dengan menggunakan rumus:

$$CAR_{it} = \sum_{t=-15}^{t=+15} AR_{it} \quad (22)$$

Dimana,

CAR_{it} = *cummulative abnormal return* sekuritas ke-i pada hari ke-t,

yang diakumulasi dari *abnormal return* (AR) sekuritas ke-i

mulai hari awal periode jendela sampai hari ke-t

AR_{it} = *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu
mulai hari awal periode jendela sampai hari ke-t

6. Pengujian Terhadap *Abnormal Return*.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah masih terdapat *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex-dividend date* terhadap dividen naik dan dividen turun khususnya 15 hari sebelum dan sesudah *ex-dividend date*. Sebelum dilakukan pengujian, perlu dihitung nilai rata-rata *abnormal return* (AAR) portofolio pada periode t untuk masing-masing kelompok.

- a. Menghitung AAR (*Average Abnormal Return*) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \quad (23)$$

Dimana,

AAR_t = *average abnormal return* pada hari ke-t

AR_{it} = *abnormal return* pada sekuritas ke-i pada hari ke-t

n = jumlah sekuritas pada *event window*

- b. Menghitung *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) selama periode jendela dengan menggunakan rumus:

$$CAAR_t = \sum_{a=t-15}^{t+15} AAR_{it} \quad (24)$$

Dimana,

$CAAR_t$ = CAAR pada hari ke-t

AAR_{it} = AAR pada hari ke-a, yaitu mulai t3 (hari awal periode jendela)
sampai hari ke-t

3.5.1 Uji Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai Rata-rata (*mean*), Standar Deviasi, Maksimum, Minimum dan Skewness (Imam Ghozali, 2001).

3.6 Pengujian Hipotesis

Melakukan pengujian hipotesis secara statistik yang terdiri dari beberapa langkah, yaitu :

1. Setelah dihitung AAR untuk masing-masing kelompok selama periode jendela, kemudian dihitung nilai standar deviasi dan nilai t hitungnya untuk kelompok dividen naik.
 - a. Menghitung standar deviasi dari rata-rata *average abnormal return* dengan rumus:

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (AR_t - AAR_t)^2}{(n-1)}} \quad (25)$$

Dimana,

AR_t = *abnormal return* pada sekuritas ke-i pada hari ke-t

AAR_t = *average abnormal return* pada hari ke-t

n = jumlah sampel pada masing-masing kelompok

b. Menghitung nilai distribusi t (t-hitung) menggunakan rumus:

$$t = \frac{X}{S / \sqrt{n}} \quad (26)$$

Dimana,

X = rata-rata *abnormal return* semua populasi

S = standart deviasi dari rata-rata *abnormal return*

n = jumlah sampel pada masing-masing kelompok

2. Selanjutnya dengan cara yang sama, dihitung nilai standar deviasi dan nilai t hitung untuk kelompok deviden turun.

3. Menentukan *level of significant* (α).

Level of Significant (α) = 0,05

4. Kriteria pengujian.

H0 diterima atau H₁ ditolak jika t hitung = *significant* $\geq 0,05$

H0 ditolak atau H₁ diterima jika t hitung = *significant* $\leq 0,05$

5. Penarikan kesimpulan berdasarkan uji statistik yang dilakukan.

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1 Deskripsi Obyek Penelitian

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel penelitian yaitu perusahaan yang terdaftar di BEJ yang melakukan pembagian dividen tunai selama 4 tahun berturut-turut dari tahun 2003 hingga 2006, diperoleh data pengamatan sebanyak 29 perusahaan yang terbagi dalam pembagi dividen naik dan dividen turun sebagai berikut :

Tabel 4.1

Jumlah Perusahaan Sampel

Tahun	Dividen Turun	Dividen Naik	Jumlah
2004	11	18	29
2005	11	18	29
2006	11	18	29
Jumlah `	33	54	87
Persentase	37,9%	62,1%	100,0%

Sumber : Data sekunder yang diolah

Tabulasi tersebut menunjukkan bahwa komposisi terbanyak perusahaan yang melakukan pengumuman dividen turun pada tahun 2004 hingga 2006 lebih sedikit dibanding yang melakukan pembagian dividen naik yaitu sebanyak 33 perusahaan (37,9%) pembagi dividen turun dan 54 perusahaan atau 62,1% pembagi dividen naik.

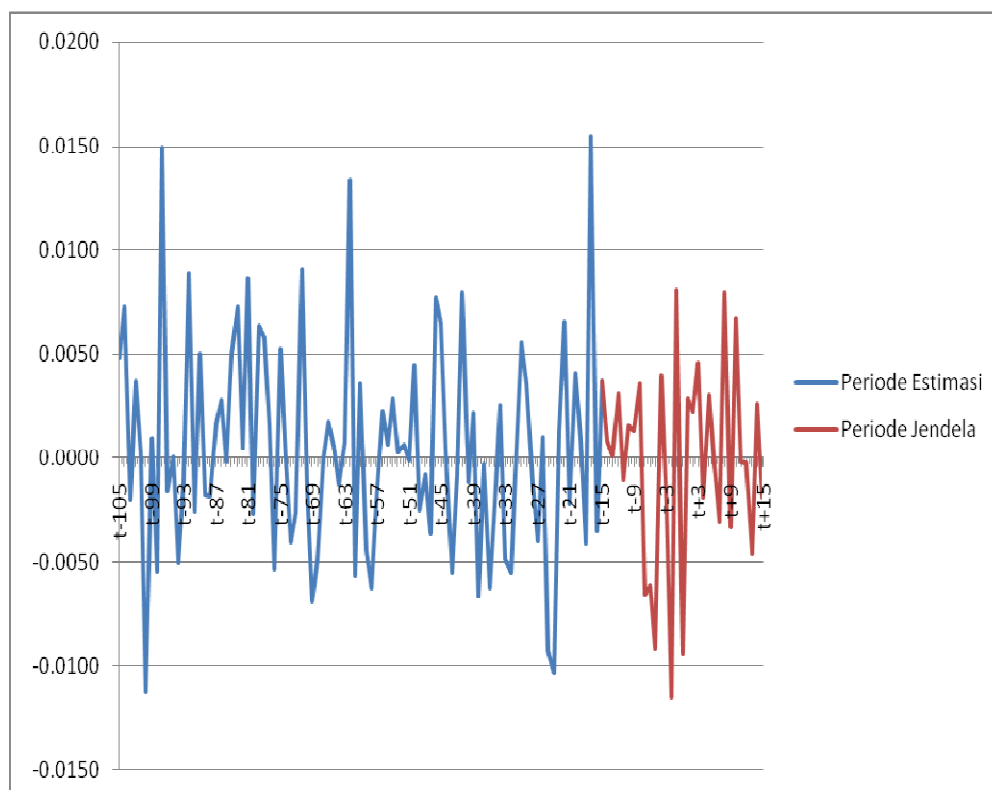
4.2 Analisis Data

4.2.1 Return Saham

Sebelum melakukan analisis pada pengujian hipotesis, terlebih dahulu akan dibahas mengenai deskripsi dari variabel *return saham*, dari perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman dividen. Data estimasi penelitian ini menggunakan data selama 120 hari yaitu 90 hari periode estimasi dan 30 hari periode jendela. Tinjauan terhadap perubahan *return* saham dari perusahaan sampel adalah sebagai berikut :

Gambar 4.1

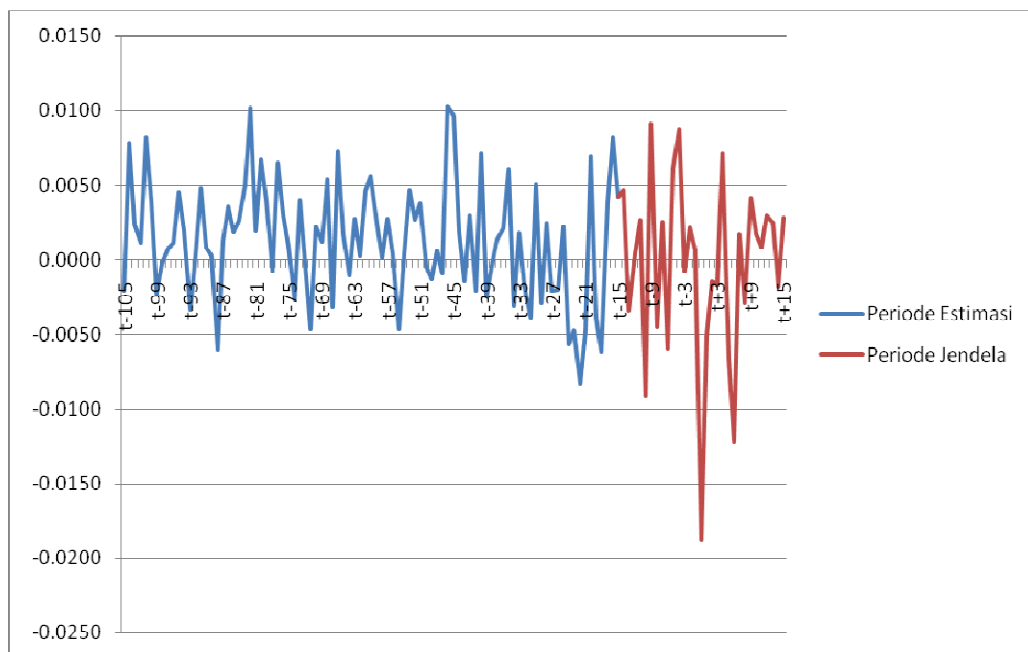
Perubahan *Return* Saham pada Pengumuman Dividen Turun



Return saham pada periode jendela yaitu 15 hari sebelum pengumuman dividen turun hingga 15 hari sesudah pengumuman dividen turun diperoleh adanya fluktuatif dimana pada beberapa periode *return* saham bertanda negatif dan beberapa hari lainnya *return* saham bertanda positif.

Gambar 4.2

Perubahan *Return* Saham pada Pengumuman Dividen Naik



Return saham pada periode jendela yaitu 15 hari sebelum pengumuman dividen turun naik hingga 15 hari sesudah pengumuman dividen naik diperoleh adanya fluktuatif dimana pada beberapa periode *return* saham bertanda negatif dan beberapa hari lainnya *return* saham bertanda positif, bahkan pada saat pengumuman *return* saham menunjukkan posisi terendah.

4.2.2 Abnormal Return

Nilai reaksi saham yang diukur dengan *abnormal return* saham diperoleh dengan menggunakan berdasarkan metode *market model*. Pada metode ini diasumsikan bahwa *abnormal return* merupakan selisih antara *return* saham dengan estimasi model pasar dengan parameter α dan β saham Rata-rata *abnormal return* saham sampel selama periode penelitian adalah sebagai berikut :

Tabel 4.2

Average Abnormal Return (AR) Saham pada 15 Hari Sebelum Pengumuman Dividen Hingga 15 Hari Sesudah Pengumuman Dividen

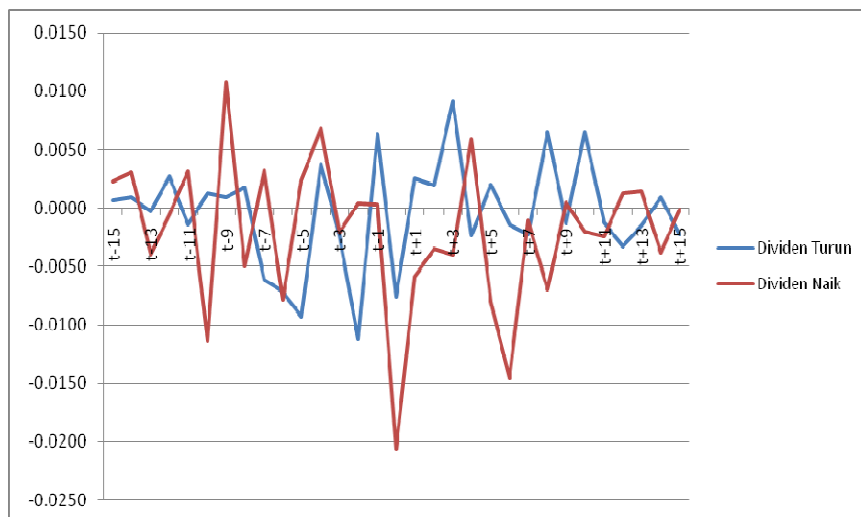
Periode	<i>Average Abnormal Return</i>	
	Dividen Turun	Dividen Naik
t-15	0.0007	0.0023
t-14	0.0009	0.0031
t-13	-0.0003	-0.0039
t-12	0.0027	-0.0005
t-11	-0.0015	0.0031
t-10	0.0012	-0.0114
t-9	0.0009	0.0108
t-8	0.0018	-0.0050
t-7	-0.0062	0.0033
t-6	-0.0072	-0.0079
t-5	-0.0093	0.0024
t-4	0.0037	0.0069
t-3	-0.0023	-0.0021
t-2	-0.0112	0.0004
t-1	0.0064	0.0003
t0	-0.0076	-0.0207
t+1	0.0025	-0.0059
t+2	0.0019	-0.0035
t+3	0.0092	-0.0040
t+4	-0.0023	0.0060
t+5	0.0021	-0.0080
t+6	-0.0014	-0.0146
t+7	-0.0023	-0.0010
t+8	0.0065	-0.0069

Periode	<i>Average Abnormal Return</i>	
	Dividen Turun	Dividen Naik
t+9	-0.0013	0.0005
t+10	0.0065	-0.0020
t+11	-0.0012	-0.0024
t+12	-0.0033	0.0012
t+13	-0.0015	0.0015
t+14	0.0009	-0.0038
t+15	-0.0023	-0.0001

Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode jendela, diperoleh bahwa pada pembagi dividen turun, sebanyak 16 hari memiliki abnormal *return* negatif sedangkan pada pelapor dividen naik sebanyak 18 hari memiliki abnormal *return* negatif.. Hal ini mengidentifikasikan bahwa investor cenderung lebih banyak bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen naik maupun dividen turun. Grafik perbandingan reaksi investor terhadap pengumuman dividen naik dan dividen turun dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 4.3

***Abnormal Return Saham pada 15 Hari Sebelum Hingga
15 Hari Sesudah Pengumuman Dividen Naik dan Dividen Turun***



4.2.3 Pengujian Hipotesis

Penelitian ini mengajukan dua buah hipotesis. Hipotesis 1 dan 2 diuji dengan metode *paired sample t test*. Berikut ini merupakan pengujian dari masing-masing.

4.2.3.1 Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 merupakan pengujian reaksi investor terhadap pengumuman dividen turun. Adanya reaksi investor saham dapat diketahui dari nilai *abnormal return* saham. Namun sebelumnya untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* saham pada periode jendela akan dicari dengan menggunakan rumus *one sample t test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah dengan membandingkan *abnormal return* saham rata-rata dengan *return* saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham). Hasil pengujian *abnormal return* saham dengan menggunakan uji *one sample t test* diperoleh sebagai berikut:

Tabel 4.3
***Abnormal Return* Saham pada Rata-Rata Hari t-15 Sebelum Pengumuman Hingga t+15 Sesudah Pengumuman Dividen Turun**

Periode	AAR	t	prob	Keterangan
ARt-15	0.0007	0.167	0.868	Tidak signifikan
ARt-14	0.0009	0.202	0.841	Tidak signifikan
ARt-13	-0.0003	-0.059	0.954	Tidak signifikan
ARt-12	0.0028	1.104	0.278	Tidak signifikan
ARt-11	-0.0015	-0.370	0.714	Tidak signifikan
ARt-10	0.0012	0.265	0.793	Tidak signifikan
ARt-9	0.0009	0.250	0.804	Tidak signifikan
ARt-8	0.0018	0.550	0.586	Tidak signifikan
ARt-7	-0.0062	-1.326	0.194	Tidak signifikan
ARt-6	-0.0072	-2.186	0.036	Signifikan 5%
ARt-5	-0.0093	-0.944	0.352	Tidak signifikan
ARt-4	0.0037	0.772	0.446	Tidak signifikan
ARt-3	-0.0023	-0.593	0.557	Tidak signifikan
ARt-2	-0.0112	-1.418	0.166	Tidak signifikan

Periode	AAR	t	prob	Keterangan
ARt-1	0.0064	1.316	0.198	Tidak signifikan
ARto	-0.0076	-1.661	0.107	Tidak signifikan
ARt+1	0.0025	0.816	0.421	Tidak signifikan
ARt+2	0.0019	0.324	0.748	Tidak signifikan
ARt+3	0.0092	1.555	0.130	Tidak signifikan
ARt+4	-0.0023	-0.513	0.611	Tidak signifikan
ARt+5	0.0021	0.325	0.747	Tidak signifikan
ARt+6	-0.0014	-0.648	0.522	Tidak signifikan
ARt+7	-0.0023	-1.169	0.251	Tidak signifikan
ARt+8	0.0065	1.064	0.295	Tidak signifikan
ARt+9	-0.0013	-0.268	0.790	Tidak signifikan
ARt+10	0.0065	1.426	0.164	Tidak signifikan
ARt+11	-0.0012	-0.345	0.732	Tidak signifikan
ARt+12	-0.0033	-1.122	0.270	Tidak signifikan
ARt+13	-0.0015	-0.517	0.609	Tidak signifikan
ARt+14	0.0009	0.189	0.851	Tidak signifikan
ARt+15	-0.0023	-0.486	0.630	Tidak signifikan
CAAR	-0.0221	-0.747	0.461	Tidak signifikan

Sumber : Data sekunder yang diolah

Cummulative Average Abnormal Return saham (CAAR) selama 15 hari sebelum pengumuman hingga 15 hari sesudah pengumuman dividen turun diperoleh nilai $t = -0,747$ dengan probabilitas sebesar 0,461. Nilai signifikansi di atas 0,05 menunjukkan bahwa pengumuman dividen turun tidak memberikan reaksi yang signifikan pada investor pada 31 hari periode pengamatan.

Jika ditinjau setiap hari perdagangan selama periode jendela, diperoleh bahwa hanya pada t-6 saja terdapat reaksi investor yang signifikan dimana pada saat t-6 investor bereaksi negatif terhadap pengumuman dividen turun pada taraf 5%.

Untuk membuktikan hipotesis akan adanya perbedaan AAR pada 15 hari sebelum pengumuman *ex-dividend* dengan 15 hari periode sesudah pengumuman

ex-dividend diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.4

**Uji Beda *Abnormal Return* Saham pada 15 Hari Periode Sebelum
Pengumuman dengan 15 Hari Periode Sesudah Pengumuman
Pengamatan Pengumuman Dividen Turun**

Periode	Mean	T	Sig	Ket
Sebelum pengumuman	-0,0009	-0,596	0,555	Tidak Berbeda
Sesudah pengumuman	0,0002			

Hasil pengujian perbandingan *average abnormal return (AAR)* saham pada periode sebelum pengumuman (t-15 /d t-1) memiliki *average abnormal return* sebesar $-0,0009$ sedangkan *abnormal return* saham pada 15 hari sesudah pengumuman (t+1 s/d t+15) menunjukkan AAR sebesar $0,0002$. Hasil pengujian perbedaan pada 15 hari periode sebelum pengumuman dengan 15 hari sesudah pengumuman menunjukkan nilai t sebesar $-0,596$ dengan signifikansi sebesar $0,555$. Nilai signifikansi di atas $0,05$ menunjukkan tidak adanya perbedaan *average abnormal return (AAR)* yang signifikan. Hal ini berarti **Hipotesis 1 ditolak**.

4.2.3.2 Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 merupakan pengujian reaksi investor terhadap pengumuman dividen naik. Adanya reaksi investor saham dapat diketahui dari nilai *abnormal return* saham. Namun sebelumnya untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* saham pada periode jendela akan dicari dengan menggunakan rumus *one sample t test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah

dengan membandingkan *abnormal return* saham rata-rata dengan *return* saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham).

Hasil pengujian *abnormal return* saham dengan menggunakan uji *one sample t test* diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.5

Abnormal Return Saham pada Rata-Rata Hari t-15 Sebelum Pengumuman Hingga t+15 Sesudah Pengumuman Dividen Naik

Periode	AAR	t	prob	Keterangan
ARt-15	0.0023	0.485	0.630	Tidak signifikan
ARt-14	0.0031	0.956	0.343	Tidak signifikan
ARt-13	-0.0039	-0.860	0.393	Tidak signifikan
ARt-12	-0.0005	-0.123	0.902	Tidak signifikan
ARt-11	0.0031	0.731	0.468	Tidak signifikan
ARt-10	-0.0113	-1.988	0.052	Signifikan 10%
ARt-9	0.0108	2.604	0.012	Signifikan 5%
ARt-8	-0.0050	-0.937	0.353	Tidak signifikan
ARt-7	0.0033	1.040	0.303	Tidak signifikan
ARt-6	-0.0079	-2.047	0.046	Signifikan 5%
ARt-5	0.0024	0.471	0.639	Tidak signifikan
ARt-4	0.0069	1.612	0.113	Tidak signifikan
ARt-3	-0.0021	-0.664	0.509	Tidak signifikan
ARt-2	0.0004	0.145	0.885	Tidak signifikan
ARt-1	0.0003	0.108	0.914	Tidak signifikan
ARto	-0.0207	-3.416	0.001	Signifikan 5%
ARt+1	-0.0059	-1.477	0.145	Tidak signifikan
ARt+2	-0.0035	-1.049	0.299	Tidak signifikan
ARt+3	-0.0040	-0.997	0.323	Tidak signifikan
ARt+4	0.0060	1.385	0.172	Tidak signifikan
ARt+5	-0.0080	-2.107	0.040	Signifikan 5%
ARt+6	-0.0146	-1.547	0.128	Tidak signifikan
ARt+7	-0.0010	-0.231	0.818	Tidak signifikan
ARt+8	-0.0069	-1.900	0.063	Signifikan 10%
ARt+9	0.0005	0.145	0.885	Tidak signifikan
ARt+10	-0.0020	-0.604	0.548	Tidak signifikan
ARt+11	-0.0024	-0.588	0.559	Tidak signifikan
ARt+12	0.0012	0.329	0.743	Tidak signifikan
ARt+13	0.0015	0.591	0.557	Tidak signifikan

Periode	AAR	t	prob	Keterangan
ARt+14	-0.0038	-1.113	0.271	Tidak signifikan
ARt+15	-0.0001	-0.046	0.964	Tidak signifikan
CAAR	-0.0618	-3.311	0.002	Signifikan 5%

Sumber : Data sekunder yang diolah

Cummulative Average Abnormal Return saham (CAAR) selama 15 hari sebelum pengumuman hingga 15 hari sesudah pengumuman dividen naik diperoleh nilai $t = -3,311$ dengan probabilitas sebesar 0,002. Nilai signifikansi di bawah 0,05 menunjukkan bahwa pengumuman dividen naik berpengaruh signifikan terhadap reaksi investor. Jika ditinjau setiap hari perdagangan selama periode jendela, diperoleh bahwa hanya pada $t-10$, $t-9$, $t-6$, t_0 dan $t+5$ saja terdapat reaksi investor yang signifikan dimana semua hari tersebut investor justru beraksi negatif terhadap pengumuman dividen naik.

Untuk membuktikan hipotesis akan adanya perbedaan CAAR pada 15 hari sebelum pengumuman dengan 15 hari periode sesudah pengumuman dividen naik diperoleh sebagai berikut :

Tabel 4.6

Uji Beda *Abnormal Return* Saham pada 15 Hari Periode Sebelum Pengumuman dengan 15 Hari Periode Sesudah Pengumuman Pengamatan Pengumuman Dividen Naik

Periode	Mean	t	Sig	Ket
Sebelum pengumuman	0,0001	-2,876	0,006	Berbeda
Sesudah pengumuman	-0,0029			

Hasil pengujian perbandingan *average abnormal return (AAR)* saham pada periode sebelum pengumuman ($t-15$ /d $t-1$) memiliki *average abnormal return* sebesar 0,0001 sedangkan *average abnormal return* saham pada 15 hari sesudah pengumuman dividen ($t+1$ s/d $t+15$) menunjukkan rata-rata AAR sebesar -0,0029.

Hasil pengujian perbedaan pada 15 hari periode sebelum pengumuman dengan 15 hari periode sesudah pengumuman menunjukkan nilai t sebesar $-2,876$ dengan signifikansi sebesar $0,006$. Nilai signifikansi di bawah $0,05$ menunjukkan adanya perbedaan *average abnormal return (AAR)* yang signifikan. Hal ini berarti **Hipotesis 2 diterima**.

4.3 Pembahasan

Dengan melihat rata-rata *abnormal return* saham di seputar pengumuman dividen turun, menunjukkan bahwa selama $t-15$ hingga $t+15$ secara kumulatif tidak diperoleh adanya reaksi yang signifikan dari investor. Meskipun demikian jika ditinjau untuk setiap harinya, diperoleh selama 2 hari di seputar pengumuman dividen turun, terdapat reaksi yang signifikan dari investor yaitu tepat pada hari saat pengumuman ex dividen turun dilakukan, investor bereaksi negatif terhadap pengumuman tersebut. Hasil ini menunjukkan bahwa pengumuman dividen turun hanya memberikan reaksi yang singkat terhadap investor yang hanya dua hari yaitu berupa reaksi negatif dan reaksi positif.

Hasil ini diperkuat dengan pengujian perbedaan *average abnormal return* saham pada 15 hari periode sebelum pengumuman ($t-15$ s/d $t-1$) dengan 15 hari periode sesudah pengumuman ($t+1$ s/d $t+15$) yang tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan.

Sedangkan pada pengumuman dividen naik, secara kumulatif 31 hari di seputar pengumuman menunjukkan adanya reaksi yang signifikan yang berupa reaksi negatif. Jika ditinjau setiap harinya didapat adanya reaksi yang signifikan

selama 6 hari yaitu pada saat $t-10$, $t-9$, $t-6$, t_0 , $t+5$ dan $t+8$ yang semuanya berupa reaksi negatif. Kondisi demikian menunjukkan bahwa pada pengumuman dividen naipun investor justru memberikan reaksi negatif dalam periode yang singkat yaitu selama 6 hari perdagangan saham.

Adanya kecenderungan arah reaksi yang sama pada saat pengumuman dividen naik dan dividen turun yaitu berupa reaksi negatif menunjukkan bahwa investor akan menolak terhadap pengumuman *ex-dividend* dengan tidak mempertimbangkan apakah dividen yang dilaporkan tersebut lebih besar atau lebih kecil dibanding dividen yang dibagikan sebelumnya.

Hasil ini diperkuat dengan pengujian perbedaan *average abnormal return* saham pada 15 hari periode pengamatan ($t-15$ s/d $t-1$) dengan 15 hari periode sesudah pengumuman ($t+1$ s/d $t+15$) yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dengan rata-rata AAR sesudah pengumuman yang lebih kecil dibanding sebelum pengumuman.

Atas tidak diperolehnya hasil sebagaimana dihipotesiskan, maka menunjukkan bahwa perilaku investor terhadap pengumuman dividen cenderung menganut *Tax preference theory*, dimana nampaknya investor justru tidak menyukai pembagian dividen tunai yang besar. Hal ini dikarenakan adanya beban pajak yang cukup besar dari dividen yang dibayarkan tersebut. Selain itu, ada anggapan bahwa kebijakan dividen dapat merugikan pertumbuhan perusahaan karena pendanaan perusahaan untuk operasional akan berkurang karena sebagian besar kas perusahaan diberikan dalam arus kas pendanaan. Hal ini dapat mengurangi aktivitas perusahaan dalam memperoleh laba di tahun berikutnya.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Secara umum selama 31 hari perdagangan saham diseputar pengumuman dividen turun, investor tidak memberikan reaksi yang bermakna. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan yang signifikan pada 15 hari periode sebelum pengumuman dengan 15 hari sesudah pengumuman dividen turun.
2. Secara umum selama 31 hari perdagangan saham diseputar pengumuman dividen naik, investor memberikan reaksi yang bermakna yang berupa reaksi negatif. Hal ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan yang signifikan pada 15 hari periode sebelum pengumuman dengan 15 hari sesudah pengumuman dividen naik.
3. Perilaku investor terhadap pengumuman dividen cenderung menganut *Tax preference theory*, dimana nampaknya investor justru tidak menyukai pembagian dividen tunai yang besar yang tercermin dari peningkatan jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dikarenakan adanya beban pajak yang cukup besar dari dividen yang dibayarkan tersebut. Selain itu, ada anggapan bahwa kebijakan dividen tersebut dapat merugikan pertumbuhan perusahaan karena pendanaan untuk operasional perusahaan akan berkurang.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini tidak menggambarkan alasan perusahaan mengeluarkan dividen, sehingga tidak memberikan reaksi yang jelas pada investor. Untuk itu penggunaan variabel kontrol berupa laba atau penjualan akan memberikan gambaran bahwa pembagian dividen yang dilakukan adalah dikontrol oleh profitabilitas yang diperoleh perusahaan dan memperkecil bisa bahwa pembagian dividen dilakukan perusahaan hanya untuk meningkatkan kepercayaan perusahaan saja.

5.3 Saran

Saran yang dikemukakan berkaitan dengan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Dengan adanya reaksi yang signifikan dari pengumuman dividen tunai terhadap reaksi investor, maka nampaknya pembagian dividen tunai kurang efektif bagi investor, maka dalam hal ini alternatif berupa dividen saham dapat dilakukan perusahaan.
2. Dengan adanya reaksi yang signifikan dari pengumuman dividen final terhadap reaksi investor, maka nampaknya pembagian dividen interim yang pembayarannya dapat dilakukan beberapa kali dalam setahun juga dapat menjadi alternatif. Tujuannya adalah untuk memacu kinerja saham perseroan di bursa, tidak hanya di waktu tutup tahun buku saja.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robbert, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**, Edisi Pertama, Mediasoft Indonesia
- Ang, J. S, Dividend Policy, Information Content of Partial Adjustment, **Review of Economics and Statistics 57 (February 1975)**
- Anoraga, Panji dan Piji Pakarti, 2001, **Pengantar Pasar Modal**, PT. Rineka Cipta, Jakarta
- Beaver, 1968, **The Information Content of Annual Announcement**, Journal of Accounting Research 6
- Bursa Efek Jakarta, 2007, **Daftar Pembagian Dividen Perusahaan Tercatat Tahun 2003 s/d 2006**, Pojok BEJ Universitas Diponegoro, Semarang
- Campbell, JA and Beranek, W, 1995, **Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates**, Journal of Finance
- Copeland, E. Thomas and J. Fred Weston, 1995, **Managerial Finance 9th Edition**, The Dryden Press, USA
- Dajan Anto, 1996, Pengantar Metode Statistik, Jilid II, LP3ES, Jakarta
- Fidiyah, Linda, 2007, **Analisis Pengaruh Peristiwa Lebaran Tahun 2006 terhadap Return Saham**, Universitas Diponegoro, Semarang
- Forniawati, Indah, 2007, **Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Norma Industri Terhadap Harga Saham**, Universitas Diponegoro, Semarang
- Gitman, L.J, 2000, **Principies of Managerial Finance 9th Edition**, Addison Wesley Publishing, USA

- Husnan, Suad, 1993, **Dasar-Dasar Teori Portofolio : Analisis Sekuritas di Pasar Modal**, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Husnan, Suad, 1998, **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, Edisi Kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Husnan, Suad, 2000, **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**, Edisi Keempat, BPFE UGM, Yogyakarta
- Husnan, Suad, 2003, **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Imam Ghozali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang
- Jogiyanto, 1998, **Teori Portofolio dan Analisis**, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta
- Jogiyanto, 2005, **Pasar Efisien Secara Keputusan**, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta
- John E. Junarsin, 2006, Adanya Sinyal Di Balik Kebijakan Dividen, MM UGM, Yogyakarta. Tersedia: http://cwma.or.id/index.php?option=com_content&task=view&id=94&Itemid=66
- Kartini, Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Dividen di Bursa Efek Jakarta, **Jurnal Siasat Bisnis No. 6 Vol. 2 Tahun 2001**
- Prasetiono, 2000, Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta, **Media Ekonomi dan Bisnis Vol. XII No. 1 Juni 2000**

Siaputra dan Atmadja, 2006, Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ), **Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 8, No. 1, Mei 2006**, Universitas Kristen Petra, Surabaya. Available:

<http://www.petra.ac.id/~puslit/journals/dir.php?DepartmentID=AKU>

Sularso, R. A, 2003, Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ), **Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 5 No. 1**

Lampiran A1. Data Perusahaan Sampel Kelompok Dividen Turun

No	Kode	Nama Perusahaan
1	ACAP	Andini Chandra Automotive Products Tbk
2	BMRI	Bank Mandiri (Persero)Tbk
3	CLPI	Color Pak Indonesia Tbk
4	INCO	Internasional Nickel Indonesia Tbk
5	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
6	PUDP	Pudjiadi Prestige Limited Tbk
7	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk
8	BATA	Sepatu Bata Tbk
9	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk
10	TRST	Trias Sentosa Tbk
11	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk

Lampiran A2. Data Perusahaan Sampel Kelompok Dividen Naik

No	Kode	Nama Perusahaan
1	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk
2	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk
3	ARNA	Arwana Citramulia Tbk
4	AALI	Astra Argo Lestari Tbk
5	ASII	Astra Internasional Tbk
6	AUTO	Astra Autoparts Tbk
7	BBIA	Bank Buana Indonesia Tbk
8	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk
9	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero)Tbk
10	FAST	Fast Food Indonesia Tbk
11	MPPA	Matahari Putra prima Tbk
12	TMAS	Pelayanan Tempuran EmasTbk
13	SMDR	Samudra indo Tbk
14	SMGR	Semen gresik (Persero) Tbk
15	SOBI	Sorini Corporation Tbk
16	SCMA	Surya Citra Media Tbk
17	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
18	TRIM	Trimegah Secutities Tbk

Lampiran B1
Tabel Closing Price
Kelompok Dividen Turun

HARGA SAHAM

	ACAP 19- Maj-04	BMRI 14- Jun-04	CLPI 08- Jul-04	INCO 26- Apr-04	MLBI 30- Jun-04	PUDP 04- Nov-04	RAIS 13- Jul-04	BATA 01- Jul-04	TGKA 11- Maj-04	TRST 22- Jun-04	TBLA 20- Jul-04	ACAP 24- Jun-05	BMRI 14- Jun-05	CLPI 11- Jul-05	INCO 20- Apr-05	MLBI 27- Jun-05	PUDP 23- Nov-05	RAIS 11-Jul-05	BATA 11- Jul-05	TGKA 22- Jun-05	TRST 17- Jun-05	TBLA 18- Jul-05	ACAP 01- Maj-06	BMRI 15- Jun-06	CLPI 18- Jul-06	INCO 28- Apr-06	MLBI 08- Jun-06	PUDP 06- Nov-06	RAIS 17- Jul-06	BATA 21- Jul-06	TGKA 22- Jun-08	TRST 29- Jun-08	TBLA 21- Jul-06
-	15	475	1525	460	41200	41000	190	4050	14500	3250	210	445	1600	435	14500	42500	220	790	16000	3700	185	220	265	2070	430	17650	53000	240	740	13250	315	140	165
-	14	475	1500	460	39500	41000	190	4075	17100	3250	190	445	1590	435	14450	42500	220	790	16000	3700	190	215	265	2275	425	18200	53000	230	730	13250	315	140	170
-	13	475	1450	460	39400	41000	185	4050	17100	3250	195	445	1620	435	14650	42500	220	820	16000	3700	185	220	270	2250	425	17800	53000	230	730	13250	315	135	170
-	12	475	1450	455	40000	41000	185	4050	17100	3250	200	440	1650	440	14550	42500	220	810	16000	3700	185	220	285	2225	425	18400	53000	215	690	13250	300	135	160
-	11	475	1375	455	37500	41000	185	4050	17100	3250	205	440	1670	450	14650	42500	220	820	16000	3700	185	215	275	2325	425	18300	53000	215	730	13250	300	135	165
-	10	475	1325	450	37500	41000	180	4075	17100	3250	200	440	1740	450	14700	42500	220	820	14500	3700	185	215	275	2250	420	18200	53000	200	740	13250	300	130	160
-	9	475	1350	450	37500	41000	180	4075	17100	3250	190	440	1700	450	14950	42500	170	830	14500	3700	185	220	275	2125	420	18100	53000	200	740	13250	300	130	165
-	8	475	1200	450	38650	41000	180	4250	17100	3250	180	440	1660	450	15200	42500	170	820	14500	3700	185	220	270	2250	420	17800	53000	205	740	13250	300	135	165
-	7	475	1275	450	38500	41000	190	4225	17100	3250	195	440	1690	450	14950	42500	175	820	14500	3700	185	220	270	2125	420	17700	53000	205	740	13250	300	135	175
-	6	475	1350	450	41000	41000	185	4175	16900	3250	195	440	1680	450	15100	42500	175	810	14500	3700	185	220	270	1850	420	18100	53000	205	760	13250	300	130	180
-	5	475	1375	460	41850	41000	195	4150	16900	3250	200	440	1690	445	15150	42500	175	820	14500	3700	180	220	270	1870	420	18250	53000	205	760	13250	300	130	180
-	4	475	1300	475	42000	41000	200	4150	16900	3250	190	440	1700	445	14950	42500	175	820	14500	3700	180	220	270	2060	420	18100	53000	205	750	13250	300	130	180
-	3	475	1175	475	43200	41000	210	4150	16900	3250	200	440	1670	445	14400	42500	180	820	14500	3700	180	220	270	1925	420	17150	53000	210	750	13250	300	130	170
-	2	475	1150	480	43400	41000	270	4275	16900	3250	200	445	1640	445	14300	42000	180	820	14500	3700	180	225	270	1870	410	17350	53000	210	750	13250	300	130	170
-	1	475	1200	480	45000	41000	290	4250	16900	3250	195	440	1660	450	13900	44000	180	810	14500	3700	180	225	270	1690	410	17600	53000	210	750	13250	300	125	160
0	485	1125	480	36500	40000	270	4450	14800	3400	185	180	440	1450	455	13600	44000	140	870	14750	3700	190	220	270	1540	425	20000	53000	185	720	13250	225	135	145
1	485	1150	480	38900	40000	280	4500	14800	3400	180	180	440	1450	455	13250	44000	140	880	14750	3700	185	220	270	1610	425	20100	53000	185	730	13250	225	135	140
2	485	1150	480	38150	38500	280	4350	14800	3400	185	180	440	1450	455	13050	44000	155	880	14750	3700	180	220	270	1650	425	18900	53000	180	720	13250	250	135	145
3	485	1125	480	34800	38500	320	4475	14800	3400	185	185	440	1460	455	13150	44000	155	920	14750	3700	185	220	275	1680	425	19700	53000	175	760	13250	250	135	150
4	485	1075	475	34000	38500	310	4450	14800	3400	180	190	440	1480	455	13700	44000	155	880	14750	3700	180	215	275	1640	425	19900	53000	175	760	13250	275	135	150
5	485	1100	495	31000	38500	360	4450	14800	3400	185	195	435	1470	455	14150	44000	155	880	14750	3700	180	215	275	1680	425	19900	49500	175	730	13250	275	135	150
6	485	1100	475	30600	38500	350	4450	14800	3400	190	195	425	1520	455	14000	44000	155	880	14450	3700	180	215	275	1690	425	19800	49500	175	730	13250	275	135	150
7	485	1100	475	29700	38500	350	4450	14800	3400	190	195	425	1510	455	14150	43500	155	880	14750	3700	175	215	275	1680	425	20000	49500	175	740	13250	275	130	150
8	485	1125	475	25900	38500	360	4500	14800	3400	200	200	425	1520	455	14000	43500	155	870	14500	3700	180	215	275	1680	430	22300	49500	175	780	13250	275	135	150
9	485	1150	470	25700	38500	350	4450	14800	3400	200	185	425	1510	455	13800	43500	155	870	14500	3700	175	215	275	1670	430	22300	49500	175	780	13250	275	135	170
10	485	1175	470	26900	38500	345	4450	14800	3400	200	190	425	1520	465	13800	43500	155	860	14500	3700	180	215	275	1670	430	22300	49500	200	790	13000	275	135	170
11	485	1175	470	27100	38500	340	4350	14800	3400	190	185	425	1510	465	14000	43500	155	870	14500	3700	180	220	275	1720	430	20700	49500	200	800	13000	275	135	175
12	485	1175	470	28100	38500	340	4300	14800	3400	195	185	425	1500	465	14050	44100	155	860	14500	3700	175	220	275	1750	430	19500	49500	200	790	13000	275	130	170
13	485	1200	470	26800	38500	345	4300	14800	3400	190	185	425	1540	470	13900	44100	155	870	14800	3700	175	220	270	1730	430	19900	49500	190	790	13000	275	130	170
14	485	1200	470	24250	38500	380	4325	14800	3400	190	180	425	1500	470	14000	44100	155	870	14800	3800	175	225	270	1800	435	19650	49500	190	780	13000	275	130	170
15	485	1300	470	22550	38500	355	4350	14800	3400	190	190	425	1490	470	13850	44400	155	860	14800	3800	175	225	270	1710	435	19650	49500	190	780	13000	275	130	170

